
PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP EFISIENSI INVESTASI PERUSAHAAN

Eric Rizky Simanungkalit
Universitas Katolik Soegijapranata

Abstract

This study aims to determine the effect of corporate governance and ownership structure on the efficiency of corporate investment in Indonesia. Investment efficiency is an action to use resources appropriately. Irregularities or differences of interest among shareholders and the lack of monitoring processes of managers will lead management to maximize their interests by making investments that are not in accordance with shareholder desires with consequences of managerial and over-investment development. In this study, there are four factors that are believed to affect investment efficiency: audit committee size, board independence, institutional ownership and managerial ownership. The sample was chosen using purposive sampling method. The sample consists of companies of all types of industries listed on the Indonesia Stock Exchange from 2009 to 2013. Statistical testing in this study using multiple regression. The results obtained in this study are the size of the audit committee, independent board of commissioners, and managerial ownership affect the efficiency of corporate investment in Indonesia.

Keywords: *agency theory, corporate governance, moral hazards, adverse selection, investment efficiency.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi perusahaan di Indonesia. Efisiensi investasi merupakan suatu tindakan untuk menggunakan sumber daya dengan tepat guna. Penyimpangan atau perbedaan kepentingan diantara para pemegang saham dan kurangnya proses monitoring dari manajer akan membawa manajemen untuk memaksimalkan kepentingan mereka dengan membuat investasi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham dengan konsekuensi dari adanya pembangunan keinginan manajer dan *over investment*. Dalam penelitian ini, ada empat faktor yang diyakini mempengaruhi efisiensi investasi yaitu ukuran komite audit, independensi dewan komisaris, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Sampel terdiri dari perusahaan dari semua jenis industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai 2013. Pengujian statistik pada penelitian ini menggunakan regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan ukuran komite audit, dewan komisaris independen, dan kepemilikan manajerial mempengaruhi efisiensi investasi.

Kata kunci : *teori keagenan, tata kelola perusahaan, moral hazard, adverse selection, efisiensi investasi.*

1. PENDAHULUAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji peran tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan dalam meningkatkan kualitas pengambilan keputusan investasi. Berdasarkan model yang dikembangkan Jensen dan Meckling (1976) informasi asimetri menimbulkan *moral hazard* dan *adverse selection* yang dapat mempengaruhi efisiensi investasi yang

dilakukan perusahaan. Berkaitan dengan *moral hazard*, perbedaan kepentingan diantara para pemegang saham dan kurangnya proses monitoring dari manajer akan mendorong manajemen memaksimalkan kepentingan mereka melalui kegiatan investasi yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham. Sehingga hal ini akan menyebabkan adanya *overinvestment* (Hope dan Thomas, 2008). Sedangkan *adverse selection* terjadi ketika persepsi pemilik modal terhadap kinerja perusahaan berbeda dengan keadaan yang sesungguhnya terjadi.

Dari beberapa penelitian terdahulu, seperti Houcine (2013), Zheka (2003), dan Saleh dkk (2009) menemukan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi perusahaan untuk dapat berinvestasi secara efisien, diantaranya: ukuran komite audit, dewan komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional.

Susanti (2008) menyatakan bahwa komite audit memiliki peran penting dalam efisiensi investasi perusahaan. Salah satu fungsi komite audit adalah menilai semua kesesuaian transaksi yang berhubungan atau pengungkapan dari permasalahan kepentingan sehingga meningkatkan kualitas laporan keuangan. Dengan adanya fungsi tersebut, komite audit memiliki peran penting dalam penyusunan laporan keuangan dan laporan keuangan ini dijadikan landasan manajer untuk melakukan investasi dan menjadi dasar investor untuk menanamkan modal mereka kepada perusahaan tersebut. Szczepankowski (2012) menyatakan bahwa komite audit yang berfungsi maksimal akan semakin meningkatkan kinerja perusahaan termasuk dalam hal investasi.

Dewan komisaris (*board of directors*) mempunyai peranan penting dalam menyediakan laporan keuangan yang andal dan dapat dipercaya. Dewan komisaris bertanggung jawab kepada pemegang saham untuk memastikan sumber daya produktif yang dimiliki perusahaan telah digunakan secara efektif dan efisien demi kepentingan pemegang saham (Butar Butar, 2014). Lebih lanjut dewan komisaris yang independen secara umum mempunyai pengawasan yang lebih baik terhadap manajemen, sehingga mengaruhi kemungkinan kecurangan dalam menyajikan laporan keuangan yang dilakukan manajemen. Keberadaan komisaris independen akan membuat kualitas laba semakin tinggi sehingga pengambilan keputusan investasi menjadi semakin baik.

Nasir dan Putri (2006) menyatakan bahwa konflik keagenan muncul dikarenakan benturan kepentingan antara manajer dan tujuan perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajerial dapat mengurangi *agency cost* (Dewi, 2008). Dengan memberikan kesempatan manajer untuk ikut terlibat dalam kepemilikan saham, hal ini berarti mendukung tuntutan adanya kesetaraan kepentingan manajer, kepentingan perusahaan, dan kepentingan pemegang saham. Pemilik perusahaan selalu meninjau keputusan apa saja yang diambil oleh manajer, sehingga manajer sangat berhati-hati dalam mengambil keputusan. Penggunaan dana juga sangat diperhatikan oleh pemilik perusahaan, sehingga manajer sangat berhati-hati dalam melakukan penggunaan kas, termasuk dalam hal investasi (Faizal, 2005). Penelitian Saleh et al (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi, karena pemilik perusahaan ikut merasakan kebijakan yang dilakukan oleh manajer perusahaannya.

Zheka (2003) memberi bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi. Semakin besar kepemilikan institusional mengindikasikan bahwa semakin besar monitoring yang dilakukan oleh pihak luar sehingga mendorong pihak manajemen perusahaan untuk melakukan kinerja dengan optimal, sehingga akan meningkatkan integritas penyajian laporan keuangan (Jama'an, 2007). Hal ini disebabkan karena institusi merupakan badan yang secara profesional dan ahli dalam pengamatan kinerja perusahaan. Lalu dengan kemampuan institusi dalam mengawasi dan menganalisis, perusahaan harus bertindak secara hati-hati dan benar sehingga laporan keuangan yang dihasilkan sesuai dengan kenyataan yang ada dan dari laporan keuangan tersebut, manajer

melakukan investasi yang baik untuk semua pihak dan efisien dalam pelaksanaannya (Hardi, 2006).

Perusahaan yang menerapkan tata kelola yang baik membuat perusahaan dapat melakukan investasi yang tepat dan efisien (Houcine, 2013). Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa laporan keuangan dengan kualitas yang lebih baik meningkat sejalan dengan efisiensi investasi (Bushman dan Smith, 2001; Healy dan Palepu, 2001; Lambert et al, 2007). Hal ini juga konsisten dengan argument yang dikemukakan oleh Biddle dan Hilary (2006) yang menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas laporan keuangan yang lebih tinggi mencerminkan efisiensi investasi yang lebih tinggi yang diukur dengan sensitivitas arus kas investasi yang lebih rendah.

2. TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Jensen dan Meckling (1976) dalam Priantinah (2008) menyatakan, teori keagenan memberi penjelasan mengenai hubungan antara dua pihak. Pihak yang pertama menjadi pihak agen, dan pihak yang satunya menjadi pihak prinsipal. Teori ini menjelaskan bahwa hubungan keagenan timbul saat salah satu pihak (yang selanjutnya disebut prinsipal) menyewa pihak lain (yang selanjutnya disebut agen) untuk melakukan sebuah atau beberapa jasa yang diminta oleh prinsipal yang melibatkan pembuatan keputusan kepada pihak agen. Pihak prinsipal adalah pemegang saham atau investor atau penanam saham, dan yang dimaksud agen adalah manajemen atau pihak internal yang mengelola entitas.

Dalam teori agensi, terdapat penjelasan tentang masalah asimetri informasi (*information asymmetric*). Schiff dan Lewin (1970) dalam Ujijanto dan Bambang (2007), menyatakan bahwa *agent* berada pada posisi yang memiliki lebih banyak informasi mengenai kapasitas diri, lingkungan kerja dan perusahaan secara keseluruhan dibandingkan dengan *principal*. Dengan asumsi bahwa pihak – pihak yang berperan untuk memaksimalkan kepentingan dirinya sendiri, maka dengan informasi yang memiliki perbedaan persepsi antara internal perusahaan dan pihak luar agen untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui prinsipal. Sehingga dalam kondisi seperti ini, pihak prinsipal selalu berada di kondisi yang tidak menguntungkan. Menurut Bathala et al (1994), konflik yang terjadi antara prinsipal dan agen dapat diminimalkan dengan cara menyamakan atau menyeimbangkan kepentingan pihak agen dan prinsipal.

Dalam penyajian informasi akuntansi, khususnya penyusunan laporan keuangan, agen juga memiliki informasi yang tidak simetris sehingga dapat lebih dengan mudah mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan untuk meningkatkan kepentingan agen. Tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi (IAI, 2009). Dengan adanya kondisi yang asimetri, maka *agent* dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan dengan cara melakukan manajemen laba. Penelitian manajemen laba pada umumnya terfokus pada volatilitas akrual diskresioner di seputar peristiwa-peristiwa tertentu yang terjadi dalam perusahaan (Butar Butar, 2012).

Menurut Meisser, et al., (2006) hubungan keagenan mengakibatkan dua permasalahan, yaitu terjadinya informasi asimetri dan konflik kepentingan. Informasi asimetri terjadi dimana manajemen secara umum memiliki lebih banyak informasi mengenai posisi keuangan yang sebenarnya dan posisi operasi entitas dari pemilik. Sedangkan konflik kepentingan terjadi akibat ketidaksamaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Menurut Scott (2000), terdapat dua macam asimetri informasi, yaitu *adverse Selection* dan *moral hazard*. Berkaitan dengan *moral hazard*, maka penyimpangan atau perbedaan kepentingan diantara para pemegang saham dan kurangnya proses monitoring dari manajer akan membawa manajemen untuk memaksimalkan kepentingan mereka dengan membuat investasi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham dengan konsekuensi dari adanya pembangunan keinginan manajer dan *over investment* (Hope dan Thomas, 2008). Sedangkan *adverse selection* menyatakan bahwa semakin baik informasi dari manajer maka akan berdampak pada *over investment* jika mereka menjual saham lebih tinggi daripada harga pasar dan mencapai dana yang berlebihan. Untuk menghindari hal ini, penyedia modal dapat meningkatkan biaya modal yang akan berdampak pada penolakan beberapa proyek yang menguntungkan disebabkan karena adanya kendala dana (Stiglitz dan Weiss, 1981; Lambert et al, 2007; Biddle et al, 2009) dengan konsekuensi terjadinya *underinvestment*. Butar Butar (2015) menyatakan bahwa laporan keuangan yang berkualitas tinggi mampu menekan munculnya *moral hazard* dan *adverse selection* serta mendorong terciptanya keselarasan antara kepentingan manajer dan pemegang saham.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Komite audit memberikan perhatian khusus pada akurasi laporan keuangan, kontrol efektivitas, dan kualitas audit (Gendron et al., 2004). Anggota komite audit yang memiliki pengalaman, latar belakang pendidikan yang baik, dan intensitas pertemuan yang cukup akan memaksimalkan fungsi dan tugas komite audit di perusahaan (Gendron, Bedard 2006). Anggota komite audit yang sudah memiliki pengalaman di bidang akuntansi, analisis pada laporan keuangannya akan lebih mendalam dan lebih teliti apabila manajer mengambil suatu keputusan yang dianggap sedikit berlebihan (Pomeroy, 2010).

Komite audit adalah salah satu bagian dari mekanisme tata kelola perusahaan, yang bertugas untuk melakukan evaluasi dan audit laporan keuangan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Szczepankowski (2012) memberi bukti bahwa komite audit berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi. Hal ini juga didukung penelitian Coates *et al.* (2007) dan Lee (2009) yang menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Keberadaan komite audit dalam suatu perusahaan berfungsi untuk meningkatkan kualitas laporan keuangan (Herwidayatmo, 2000). Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Effendi (2005) yang memberi bukti bahwa adanya peranan komite audit dalam meningkatkan kinerja keuangan, terutama dari aspek pengendalian. Laporan keuangan yang berkualitas dapat membantu mengurangi terjadinya *adverse selection* (Verdi, 2006). Hal ini terjadi karena manajer perusahaan dapat membuktikan bahwa perusahaannya memberi laporan yang sesuai dengan kinerja perusahaan yang sesungguhnya terjadi. Laporan keuangan yang memiliki kualitas baik dapat menurunkan asimetri informasi, karena investor dan kreditor menganggap bahwa perusahaan dapat melakukan pengelolaan sumber dana yang di dapatkan. Pihak eksternal pun dalam memberikan pinjamannya akan memberi bunga yang rendah bagi perusahaan untuk melakukan pembiayaan operasionalnya.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ajiwanto (2013), menyatakan bahwa praktek kinerja dari komite audit melakukan tugasnya hanya sekadar memenuhi tanggung jawab dan melakukan *job desk* sesuai yang diberikan oleh petinggi perusahaan. Hal ini menyebabkan peran komite audit belum dilakukan secara sungguh – sungguh, namun tetap dikerjakan sesuai dengan standar dan prosedur audit. Keberadaan komite audit sebagai pemenuhan regulasi berdirinya tata kelola perusahaan yang baik dan akan menimbulkan reaksi positif dari masyarakat tentang nilai perusahaan.

Komite audit memiliki tugas untuk memastikan laporan keuangan apakah sudah layak atau belum dan memastikan transaksi yang tercatat benar-benar terjadi. Sehingga dalam proses pengambilan keputusan, manajer benar-benar melakukan keputusan yang sesuai dengan apa yang tercantum di laporan keuangan yang dianggap sebagai cerminan kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Semakin banyak anggota komite audit, semakin banyak pula petukaran pikiran yang ada pada anggota komite audit. Pertukaran pikiran ini dilandaskan pada wawasan dan pengetahuan, serta pengalaman mereka dalam menghadapi suatu masalah. Maka tidak jarang adanya kesalahpahaman dan peselisihan yang menimbulkan hasil diskusi pemecahan masalah pada laporan komite audit tidak valid. Dan laporan yang sudah dibuat tadi, diajukan kepada dewan komisaris untuk disampaikan pada manajemen. Namun meskipun demikian, komite audit memiliki wewenang kepada tim audit internal perusahaan untuk menelusuri tentang kinerja dan kesungguhan kualitas kinerja perusahaan secara terperinci dan tetap bekerja sesuai dengan prosedur yang telah ditetapkan. Berdasarkan pada uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1: Ukuran komite audit berpengaruh terhadap efisiensi investasi

Komposisi dewan komisaris merupakan salah satu karakteristik dewan yang berhubungan dengan kandungan informasi laba. Melalui perannya dalam menjalankan fungsi pengawasan, komposisi dewan dapat mempengaruhi pihak manajemen dalam menyusun laporan keuangan sehingga dapat diperoleh suatu laporan laba yang berkualitas. Laba merupakan indikator yang digunakan untuk mengukur kinerja operasional perusahaan (Naftalia, 2013).

Pemikiran ini didukung hasil penelitian Vafeas (2000) dan Anderson et al. (2003). Sampelnya adalah perusahaan di Amerika Serikat dengan menggunakan metode analisis regresi. Hasil penelitiannya memberikan simpulan bahwa komposisi dewan komisaris di perusahaan dapat mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah anggota dewan yang berasal dari luar perusahaan terhadap seluruh jumlah anggota dewan komisaris perusaha.

Pada dasarnya setiap orang mempunyai perilaku yang mementingkan diri sendiri atau *self-interested behaviour* yang memberikan kecenderungan pihak manajer melakukan manipulasi kinerja perusahaan yang dilaporkan untuk kepentingannya sendiri. Menurut Jensen dan Meckling (1976) tindakan ini dikenal sebagai manajemen laba yang merupakan salah satu bentuk masalah keagenan atau *agency problem* yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen yang masing-masing berusaha untuk memaksimalkan kepentingannya.

Informasi laba merupakan perhatian utama dalam mengukur keberhasilan atau kegagalan bisnis dalam mencapai tujuan operasi yang telah ditetapkan (Siallagan dan Machfoeds, 2006 dalam Naftalia, 2013). Oleh karena itu, manajemen melakukan cara yang bisa membuat laporan keuangannya (terutama bagian laporan laba – rugi) terlihat baik. Sesuai dengan teori keagenan, manajemen akan memilih metode tertentu untuk mendapatkan laba yang sesuai dengan motivasinya. Ukuran dewan komisaris adalah jumlah dewan komisaris yang bertugas mengatur mekanisme pengendalian intern tertinggi yang bertanggung jawab untuk memonitor tindakan manajemen paling tinggi (Wahyudi, 2010). Dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dengan manajer sebagai agennya, maka manajer memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana cara untuk mengalokasikan dana dari investor (Jensen *et.al*, 1976 dalam Sam'ani, 2008). Peran dewan komisaris di sini dapat menjadi penghambat terjadinya *moral hazard*. Peran dewan komisaris bukan mengawasi kinerja perusahaan,

melainkan memastikan transparansi laporan keuangan perusahaan dan mengawasi praktek manajemen dalam melakukan proses penyusunan laporan keuangan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Szczepankowski (2012) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif komisaris independen terhadap efisiensi investasi perusahaan. Dengan demikian hipotesisnya adalah:

H2: Terdapat pengaruh positif komisaris independen terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Kepemilikan institusional menunjukkan seberapa besar kepemilikan yang dimiliki oleh pihak luar perusahaan. Crutchley dkk (1999) dalam Faisal (2005) menyatakan bahwa kepemilikan oleh institusional juga dapat menurunkan *agency cost*, karena adanya proses pengawasan yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan utang menurun. Hal ini dikarenakan peranan utang adalah sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional.

Menurut Moh'd dkk (1998) dalam Midiastuti dan Mackfudz (2003), Institusi sebagai pengawas yang sangat diperlukan dalam proses investasi, hal ini dikarenakan institusi merupakan pengawas yang efektif karena institusi merupakan profesional yang memiliki kemampuan yang memadai dalam mengevaluasi kemampuan perusahaan melalui laporan keuangannya. Institusi hanya berfokus pada kualitas laporan keuangan perusahaan yang menyelaraskan isi laporan keuangan dengan kondisi sesungguhnya yang ada di perusahaan. Berdasarkan asumsi sifat manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya melalui wewenang yang dimilikinya (Eisenhardt, 1989 dalam Velindina 2013).

Melalui pengawasan laporan keuangan yang dilakukan oleh institusi menyebabkan manajer yang mengelola sumber daya perusahaan tidak secara sembarangan dan tidak egois dalam mengambil keputusan. Manajer selalu berhati-hati dalam melakukan kegiatan dan melakukan investasi seefektif dan efisien mungkin agar institusi yang menanamkan modal tidak menuntut atau mempermasalahkannya. Pengawasan oleh institusional dapat mengurangi terjadinya *moral hazard*. Dengan demikian dapat dikatakan terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi (Zheka, 2003).

Penelitian yang dilakukan oleh Garcia et al (2010) menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi perusahaan. Semakin tinggi prosentase kepemilikan institusional menunjukkan proses monitoring yang lebih baik dan ketat yang dilakukan institusi lain sehingga akan berdampak pada kinerja perusahaan yang lebih baik dan lebih tertata dengan rapi, tidak terkecuali dalam efisiensi investasi perusahaan yang bersangkutan.

Hal ini juga didukung oleh penelitian Zheka (2003), Walsh (2000) yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi perusahaan. Semakin tinggi prosentase kepemilikan institusional mengindikasikan bahwa kepemilikan dari pihak luar perusahaan akan semakin tinggi dan hal ini akan berdampak pada makin baiknya proses monitoring dari pihak luar kepada pihak manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan sehingga akan berdampak pada lebih baiknya efisiensi investasi perusahaan. Berdasarkan pada uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3: Terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Kepemilikan manajerial menunjukkan seberapa besar kepemilikan yang dimiliki oleh pihak dalam perusahaan yaitu dewan direksi, komisaris perusahaan. Kepemilikan manajerial merupakan para pemegang saham yang juga berarti dalam hal ini sebagai

pemilik dalam perusahaan dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan. Shleifer dan Vishny (1986) dalam Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar atau signifikan dari segi nilai ekonominya memiliki insentif untuk memonitor keputusan manajernya.

Dalam kinerjanya, pasti manajer menahan beberapa informasinya atau yang disebut dengan *moral hazard* dalam rangka kepentingan pribadinya dengan beberapa klien tertentu. Manajer akan melakukan investasi besar – besaran yang sebenarnya tidak begitu menguntungkan bagi perusahaannya karena dianggap dana itu mudah didapatkan dari hasil manajemen laba dan tidak ada yang berani menyangga keputusan manajer. Namun ketika pemilik perusahaan ikut mengambil bagian sebagai pemegang saham yang signifikan, manajer memiliki rasa tekanan untuk melakukan investasi dan melaporkan keuangan perusahaan secara transparan sesuai dengan yang terjadi. Sehingga laporan keuangannya yang beredar merupakan laporan keuangan yang berkualitas dan sesuai dengan realitas.

Penelitian yang dilakukan oleh Saleh et al (2009) menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap efisiensi investasi perusahaan. Semakin tinggi prosentase kepemilikan manajerial berarti pihak manajemen memiliki sebagian besar saham perusahaan dan mereka akan bekerja lebih optimal tidak terkecuali dalam melakukan investasi yang lebih efektif. Laporan yang berkualitas akan membuat keputusan manajer tepat sasaran dan tidak merugikan siapapun, karena pemilik perusahaan juga akan mengevaluasi bagaimana manajernya melakukan keputusannya untuk keberlangsungan perusahaan (Saleh, 2005).

Hal ini juga didukung oleh penelitian Simoneti dan Gregoric (2004), Zhaka (2003) yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap efisiensi investasi perusahaan. Jadi dengan adanya kepemilikan manajerial yang lebih tinggi berarti menunjukkan bahwa pihak manajemen akan lebih baik dalam bekerja termasuk dalam memilih alternatif investasi perusahaan yang lebih efisien.

Sebagai konsekuensi dari pemilik perusahaan supaya kinerja perusahaannya dapat diawasi dan dievaluasi, pemilik mempunyai saham dalam rangka pemilik perusahaan akan merasakan keputusan apa yang akan dilakukan manajer pada perusahaan setiap periode. Manajer akan melakukan hal yang terbaik supaya pemilik perusahaan tidak merasa dirugikan. Semakin besar kepemilikan manajerial menunjukkan perusahaan akan memiliki kecenderungan untuk berkinerja lebih baik karena manajemen merasa bertanggung jawab untuk bekerja maksimal demi melindungi kepentingan kepemilikan sahamnya, sehingga akan berdampak pada efisiensi investasinya (Permanasari, 2006). Berdasarkan pada uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H4: Terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap efisiensi investasi perusahaan.

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan-perusahaan (sembilan sektor perusahaan) yang terdaftar di BEI selama tahun 2009 sampai dengan tahun 2013, kecuali perusahaan yang bergerak di bidang keuangan dan perbankan. Pada penelitian ini, teknik pengambilan sampel menggunakan *Purposive Sampling*. *Purposive sampling* adalah sebuah metode pengambilan sampel yang dipilih dengan cermat sehingga relevan dengan struktur penelitian, dimana pengambilan sampel dengan mengambil sample orang-orang

yang dipilih oleh penulis menurut ciri-ciri spesifikasi dan karakteristik yang sudah ditentukan sebelumnya (Djarwanto, 1998).

Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode pengamatan 5 tahun berturut – turut (tahun 2009 sampai dengan tahun 2013).
2. Perusahaan yang datanya dapat diakses selama periode pengamatan.
3. Memiliki data tentang kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran komite audit, dewan komisaris independen, penjualan dan investasi.
4. Perusahaan yang tidak beroperasi di bidang perbankan dan keuangan lainnya. Pengecualian terhadap perusahaan perbankan dan keuangan lainnya disebabkan karena struktur kas dan hutang mereka berbeda dengan sektor perusahaan lainnya (Biddle dkk, 2009).

Tabel 3.1 menampilkan secara detail prosedur pengambilan sampel.

Tabel 3.1 Sampel Penelitian

No.	Keterangan	2009	2010	2011	2012	2013	Total
1.	Perusahaan yang terdaftar di BEI	403	434	451	478	496	2262
2.	Perusahaan yang merupakan perbankan dan keuangan lainnya	(68)	(70)	(71)	(73)	(76)	(358)
3.	Perusahaan yang tidak memiliki komite audit	(1)	(3)	(2)	(1)	(1)	(8)
4.	Perusahaan yang tidak memiliki data tentang Kepemilikan Institusional	(2)	-	(2)	-	(3)	(7)
5.	Perusahaan yang tidak memiliki data tentang Kepemilikan manajerial	(269)	(267)	(249)	(291)	(263)	(1339)
6.	Perusahaan yang tidak melakukan investasi dan penjualan	-	(1)	(2)	(1)	(2)	(6)
	Jumlah sampel Penelitian:	63	93	125	112	151	544

Sumber data yang digunakan pada penelitian ini diperoleh dari: 1). Data perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2010-2013 diperoleh dari Fact Book (www.idx.co.id) tahun 2011-2014. 2). Data laporan keuangan tahunan perusahaan periode 2010-2013 diperoleh database Perpustakaan Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Semarang – IDX yang berada di Jalan MH Thamrin No 152 Semarang - Jawa Tengah.

Pengukuran variabel penelitian

Pada penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah efisiensi investasi, yang diukur dengan nilai residual dari hasil persamaan regresi yang menghubungkan tingkat penjualan dan investasi (Gomaris dan Ballesta, 2014).

$$INVEST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sales Growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Keterangan :

$INVEST_{i,t+1}$ = Selisih dari pembelian dan penjualan aset tetap yang dilakukan oleh perusahaan selama tahun yang bersangkutan.

Sales Growth _{i,t}	= Persentasi dari perubahan penjualan dari tahun lalu hingga tahun ini
$\varepsilon_{i,t+1}$	= Nilai eror

Dengan model investasi di atas, maka akan diperoleh nilai *residual* dari model tersebut. Lalu dari hasil nilai *residual* tersebut akan digunakan sebagai *proxy* dari efisiensi investasi perusahaan. Hasil dari nilai *residual* yang bernilai positif mengindikasikan bahwa hasil investasinya adalah *overinvestment*, dan nilai *residual* yang bernilai negatif mengindikasikan bahwa hasil investasinya adalah *underinvestment* (Houcine, 2013). Untuk menghindari *overinvestment* dan *underinvestment* saling meniadakan (*cancel out*) dan dapat mengaburkan inferensi statis, maka penelitian ini menggunakan nilai residual efisiensi investasi diabsolutkan. Setelah diabsolutkan, nilai absolut tadi dikalikan dengan (-1) untuk mempermudah interpretasi data.

Komite audit adalah sekelompok orang yang dibentuk oleh Dewan Komisaris atau Badan Pengawas untuk mengerjakan pekerjaan tertentu atau untuk melakukan tugas khusus atau sejumlah anggota dewan Komisaris perusahaan klien yang bertanggungjawab untuk membantu auditor dalam mempertahankan independensinya dari manajemen (Tugiman, 1995). Dalam penelitian ini variabel komite audit merupakan jumlah nominal dari anggota komite audit.

Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau semata-mata untuk kepentingan perusahaan (Komite Nasional Kebijakan Governanc, 2006). Independensi dewan komisaris yang dimaksud adalah proporsi komisaris independen dalam suatu dewan komisaris perusahaan., dan diukur dengan rasio (%) antara jumlah anggota komisaris independen dibandingkan dengan jumlah total anggota dewan komisaris.

Kepemilikan institusional yang dimaksud dalam penelitian ini merupakan jumlah persentase saham yang dimiliki oleh institusi atau perusahaan. Rumus yang digunakan untuk menghitung kepemilikan institusional ini adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh perusahaan dari seluruh modal saham yang beredar.

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar (Boediono, 2005). Kepemilikan manajerial dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan yaitu direksi dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar (Indahningrum, 2009).

Model Penelitian

Untuk menguji pengaruh antara komite audit, dewan komisaris independen, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial terhadap efisiensi investasi yang diprosikan dengan nilai residual hasil regresi investasi yang diabsolutkan lalu dikalikan (-1), penelitian ini menggunakan model regresi berikut ini:

$$\text{Eff_Invest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{K_Audit}_{it} + \beta_2 \text{D_Kom}_{it} + \beta_3 \text{Kep_Inst}_{it} + \beta_4 \text{Kep_Man}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

Eff_Invest	=	efisiensi investasi
K_Audit _{it}	=	komite audit perusahaan i pada waktu t
D_Kom _{it}	=	dewan komisaris independen perusahaan i waktu t
Kep_Inst _{it}	=	kepemilikan institusional perusahaan i pada waktu t
Kep_Man _{it}	=	kepemilikan manajerial perusahaan i pada waktu t
β	=	koefisien
ε_{it}	=	error term

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 3.2 menampilkan statistik deskriptif dari seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian. Sampel perusahaan yang memiliki informasi lengkap mengenai jumlah komite audit, dewan komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, melakukan investasi dan melakukan penjualan adalah sebanyak 544 dalam periode waktu selama 5 tahun.

Tabel 3.2 Statistik Deskriptif

	N	Minimal	Maksimal	Rerata	Deviasi Standar
Eff_Invest	131	-0,0097	-0,0001	-0,0044	0,0021
K_Audit	131	2,0000	5,0000	3,0153	0,3919
D_Kom	131	0,1670	0,6700	0,4110	0,1075
Kep_Inst	131	0,2245	0,9798	0,6875	0,1838
Kep_Man	131	0,0000	0,4605	0,0588	0,0841
Valid N (listwise)	131				

Pada regresi pertama untuk mengukur tingkat efisiensi investasi, untuk membuat data menjadi normal, peneliti melakukan penghapusan data outlier yang menyebabkan jumlah data menjadi sebanyak 180 sampel. Setelah melakukan regresi pertama, lalu peneliti melakukan regresi kedua untuk mengetahui pengaruh variabel independen (jumlah komite audit, dewan komisaris independen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial) terhadap variabel dependen (efisiensi investasi). Pada regresi kedua, supaya data menjadi normal, peneliti kembali menghapus data outlier yang menyebabkan jumlah data akhir penelitian menjadi sebesar 131 sampel.

Berdasarkan tabel 3.2, nilai minimal dari efisiensi investasi adalah sebesar -0,0097 dan nilai maksimalnya adalah -0,0001. Perusahaan yang memiliki efisiensi investasi yang paling rendah adalah PT Cahaya Kalbar Tbk tahun 2013, sedangkan perusahaan yang memiliki nilai efisiensi yang paling tinggi adalah PT Tira Austenite tahun 2011. Nilai rata-rata dari efisiensi investasi adalah sebesar -0,0044. Semua nilai efisiensi investasi pada penelitian ini menggunakan angka negatif karena peneliti menggunakan pengukuran yang dilakukan oleh Gomariz dkk (2013) untuk memudahkan dalam interpretasi dan mendapatkan angka seberapa besar tingkat efisiensi investasi yang dilakukan oleh

perusahaan. Sehingga semakin besar nilai residualnya, maka semakin efisien dalam melakukan investasi. Nilai standar deviasi pada besaran efisiensi investasi adalah 0,0021 yang menunjukkan bahwa rata – rata besarnya penyimpangan efisiensi investasi yang dilakukan perusahaannya terhadap *mean* skornya adalah sebanyak 0,21%.

Berdasarkan tabel 3.2, nilai minimal dari jumlah komite audit adalah sebanyak 2 dan nilai maksimal jumlah komite audit adalah 5. Perusahaan yang memiliki jumlah komite audit sebanyak 2 orang adalah Hotel Mandarin Regency Tbk tahun 2009; Pusako Tarinka Tbk tahun 2009; Destinasi Tirta Nusantara Tbk tahun 2010 dan 2011; Pusako Tarinka Tbk tahun 2010; Hotel Sahid Jaya International Tbk tahun 2011 dan Gema Grahasarana Tbk tahun 2011. Perusahaan yang memiliki jumlah komite audit terbanyak adalah PT Garuda Indonesia Tbk tahun 2011. Dari penelitian ini menunjukkan bahwa masih ada beberapa perusahaan yang melanggar peraturan BAPEPAM No: KEP-643/BL/2012 yang menyatakan bahwa suatu perusahaan memiliki komite audit sekurang - kurangnya berjumlah 3 orang. Perusahaan yang memiliki anggota komite audit terbanyak adalah PT. Rata – rata dari jumlah komite audit perusahaan yang tercantum pada tabel 4.1 adalah sebanyak 3,0153. Deviasi standar dari komite audit adalah sebesar 0,3919 menunjukkan terjadi rata-rata penyimpangan sebesar 39,19% dari setiap skor dengan mean skornya.

Nilai minimal dari proporsi dewan komisaris independen adalah sebesar 0,1670 dan nilai maksimal dari proporsi dewan komisaris independen adalah sebesar 0,6700. Perusahaan yang memiliki proporsi dewan komisaris independen yang paling rendah adalah Duta Graha Indah Tbk tahun 2011. Rata – rata untuk proporsi dewan komisaris independen adalah 0,4110 dan deviasi standarnya adalah sebesar 0,1075. Dari rata – rata yang diperoleh dari sampel yang diteliti, perusahaan sudah memenuhi kriteria yang telah ditetapkan oleh BAPEPAM melalui peraturannya No: KEP-643/BL/2012 yang menyatakan bahwa suatu perusahaan wajib memiliki sekurang – kurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota dewan komisaris.

Nilai minimal dari kepemilikan institusional adalah sebesar 0,2245 dan nilai maksimal dari kepemilikan insitusional adalah sebesar 0,9798. Perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional yang paling rendah adalah Pusako Tarinka Tbk tahun 2010, sedangkan perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional tertinggi adalah Gunawan Dianjaya Steel Tbk tahun 2012. Rata – rata untuk proporsi kepemilikan institusional adalah 0,6875 dan deviasi standarnya adalah sebesar 0,1838. Dari rata – rata yang diperoleh, ini berarti bahwa rata – rata kepemilikan saham dimiliki oleh institusional sebesar 68,75%, dan dari deviasi standar yang didapat memiliki arti bahwa penyimpangan kepemilikan saham oleh institusional terhadap mean skornya adalah sebesar 18,38%.

Nilai minimal dari kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,0000 atau nilai sesungguhnya adalah 0,0000001 dan nilai maksimal dari kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,4605. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang paling rendah adalah PT Apac Citra Centertex Tbk tahun 2011. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial paling tinggi adalah IntanWijaya Internasional Tbk tahun 2010. Dari penemuan ini, terdapat perusahaan yang telah melanggar peraturan BAPEPAM BAPEPAM VIII G.7 Tahun 2012 Mengenai Penyajian Dan Pengungkapan Laporan Keuangan Emiten atau Perusahaan Publik, yang menyatakan bahwa dewan komisaris atau direksi hanya diijinkan memiliki saham perusahaan dengan persentase <10%. Rata – rata dan deviasi standar yang diperoleh dari penelitian tentang kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,0588 dan 0,0841. Dari rata – rata yang ada, sebagian perusahaan sudah memenuhi kriteria yang ditetapkan oleh BAPEPAM berkaitan dengan kepemilikan manajerial, dan dari deviasi standar menunjukkan bahwa terjadi penyimpangan terhadap mean skornya sebesar 8,41%

Analisis Data

Berikut adalah hasil dari uji normalitas regresi pertama sebelum data normal.

Tabel 3.3 Hasil Pengujian Normalitas Sebelum Data Normal

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
Unstandardized Residual	0,088	180	0,002	0,950	180	0,000

Dari tabel 3.3, dapat diketahui bahwa hasil uji normalitas nilai sig pada Kolmogorov Smirnov $0,002 < 0,05$ dan nilai sig Shapiro Wilk $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa data tidak belum normal. Maka kemudian dilakukan proses penormalan dengan melakukan penghilangan data outlier.

Tabel 3.4 Hasil Pengujian Normalitas Setelah Data Normal

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
Unstandardized Residual	0,049	131	0,200*	0,991	131	0,603

Dari tabel 3.4, dapat diketahui bahwa hasil uji normalitas nilai sig pada Kolmogorov Smirnov $0,2 > 0,05$ dan nilai sig Shapiro Wilk $0,603 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa data telah berdistribusi normal sebanyak 131 sampel perusahaan.

Berdasarkan tabel 3.5, dapat dilihat nilai uji *glejser* semua variabel memiliki sig $> 0,05$ maka model regresi dalam penelitian tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Tabel 3.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,003	0,001		2,623	0,010
K_Audit	0,000	0,000	-0,052	-0,577	0,565
D_Kom	-0,002	0,001	-0,162	-1,792	0,075
Kep_Inst	0,000	0,001	0,056	0,567	0,571
Kep_Man	3,629E-5	0,001	0,003	0,027	0,979

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi. Uji autokorelasi digunakan pada data runtut waktu dan dengan periode lebih dari satu tahun.

Uji autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson. Dikatakan tidak terjadi autokorelasi jika nilai $du < dw < 4-du$.

Tabel 3.6 Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,321 ^a	0,103	0,074	0,0020014	2,051

Berdasarkan tabel 3.6, nilai Durbin-Watson menunjukkan angka 2,051 yang berada diantara kisaran $1,6523 < DW < (4 - 1,7780)$. Hal ini berarti model regresi memiliki nilai durbin-watson yang berada di antara nilai du dan nilai $4-du$. Bahwa dalam model regresi tidak terdapat autokorelasi.

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 3.7 menampilkan hasil pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis dilakukan oleh peneliti dengan menggunakan regresi berganda. Dari hasil regresi yang tercantum pada tabel 3.7 diketahui bahwa hasil uji hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis Pertama

Hipotesis yang pertama adalah ukuran komite audit berpengaruh terhadap efisiensi perusahaan. Hipotesis ini tidak dinyatakan dalam arah karena beberapa penelitian yang menunjukkan hasil yang berbeda. Berdasarkan pada tabel 4.9, diketahui koefisien komite audit (K_Audit) sebesar -0,001 dan nilai signifikan pada level kurang dari 5% yaitu 0,047. Hal ini memiliki arti bahwa ukuran komite audit yang dimiliki perusahaan berpengaruh dengan arah negatif dan secara statistik berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan sehingga hipotesis pertama diterima.

Tabel 3.7 Hasil Pengujian Hipotesis

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Sig / 2
		B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-0,004	0,002		-2,665	0,009	
	K_Audit	-0,001	0,000	-0,148	-1,688	0,094	0,047
	D_Kom	0,003	0,002	0,166	1,910	0,058	0,029
	Kep_Inst	0,001	0,001	0,096	1,011	0,314	0,157
	Kep_Man	0,007	0,002	0,276	2,882	0,005	0,003

Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih (2010) yang menemukan hubungan antara komite audit dengan integritas laporan keuangan, dengan arah koefisien regresi yang negatif. Penemuan tersebut memberi bukti bahwa keberadaan komite audit kurang menunjang untuk meningkatkan integritas laporan keuangan, dan dari laporan keuangan tersebut manajer masih memerlukan pertimbangan yang tepat untuk berinvestasi dilihat dari beberapa perspektif.

Penelitian yang dilakukan Arumsari (2014) memberi kesimpulan bahwa komite audit berpengaruh negatif pada kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini memberi bukti bahwa berapa pun jumlah komite audit tidak akan mempengaruhi kinerja perusahaan untuk

melakukan yang lebih baik, namun keberadaannya tetap diperhitungkan sebagai sarana untuk penerapan *Good Corporate Governance* yang baik dan pengawas apakah perusahaan melaporkan keuangan sesuai dengan SAK.. Komite audit di sini hanya berperan sebagai pembantu dewan komisaris. Sehingga manajemen yang akan mengambil keputusan berpacu pada laporan keuangan yang sudah dibuat perusahaan belum tentu melakukan investasi yang baik.

Ajiwanto (2013) melakukan penelitian untuk mencari pengaruh komite audit terhadap return saham perusahaan, dan hasilnya adalah negatif. Komite audit sebagai pihak eksternal perusahaan dan tidak ada hubungan afiliasi dengan perusahaan dalam melakukan tugasnya kurang memiliki rasa tanggung jawab dan kehadirannya terhadap perusahaan dimana mereka bekerja. Hal ini dikarenakan mereka menganggap bahwa mereka melakukan tugasnya sesuai prosedur dan regulasi, namun tidak dimaksudkan untuk menerapkan tata kelola perusahaan yang baik. Hal tersebut akan mengakibatkan pihak manajemen melakukan hal yang seharusnya tidak dilakukan, seperti seenaknya dalam melakukan investasi.

Semakin banyak anggota komite audit, semakin banyak pula pertukaran pikiran yang ada pada anggota komite audit. Pertukaran pikiran ini dilandaskan pada wawasan dan pengetahuan, serta pengalaman mereka dalam menghadapi suatu masalah. Maka tidak jarang adanya kesalahpahaman dan peselisihan yang menimbulkan hasil diskusi pemecahan masalah pada laporan komite audit tidak valid. Dan laporan yang sudah dibuat tadi, diajukan kepada dewan komisaris untuk disampaikan pada manajemen. Namun meskipun demikian, komite audit memiliki wewenang kepada tim audit internal perusahaan untuk menelusuri tentang kinerja dan kesungguhan kualitas kinerja perusahaan secara terperinci dan tetap bekerja sesuai dengan prosedur yang telah ditetapkan.

Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua pada penelitian ini adalah dewan komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. Jumlah dewan komisaris yang tidak memiliki afiliasi bisnis dengan perusahaan tersebut mampu memberikan kontribusi penilaian dan pemberi masukan terhadap kinerja perusahaan yang sesuai dengan kebutuhan perusahaan. Semakin banyak komisaris independen, semakin banyak masukan yang di diperoleh. Apabila kinerjanya sudah maksimal, maka laporan keuangan yang dihasilkan juga berkualitas karena laporan keuangan dihasilkan sesuai dengan pengawasan dewan komisaris dan kinerja perusahaan mengalami peningkatan kualitas. Dari laporan keuangan yang berkualitas, maka akan meningkatkan efisiensi investasi perusahaan.

Berdasarkan pada tabel 4.9, diketahui bahwa koefisien dari dewan komisaris independen (D_{Kom}) sebesar 0,003 dan nilai signifikansi pada level kurang dari 5% adalah 0,029. Ini berarti bahwa dewan komisaris independen yang diprosikan dengan jumlah dewan komisaris independen dibandingkan dengan total dewan komisaris yang ada di perusahaan tersebut secara signifikan berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan sehingga hipotesis kedua diterima.

Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Szczepankowski (2012) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif komisaris independen terhadap efisiensi investasi perusahaan. Pemikiran ini didukung hasil penelitian Vafeas (2000) dan Anderson et al. (2003). Hasil penelitiannya memberikan simpulan bahwa komposisi dewan komisaris di perusahaan dapat mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan. Penelitian yang mendukung juga dilakukan oleh Ujijanto dkk (2007) yang memberi bukti bahwa proporsi dewan komisaris independen memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap manajemen laba perusahaan yang menjadikan laba yang didapat perusahaan sebagai tolak ukur investor untuk memberikan modal pada perusahaan tersebut.

Komisaris independen yang merupakan pihak luar perusahaan bersikap tidak akan menitik beratkan pada satu pihak saja. Lalu komisaris independen akan menilai kinerja perusahaan dan memberikan masukan yang sesuai dengan kebutuhan dan masalah yang ada di perusahaan. Dari proses operasional yang baik, perusahaan akan membuat laporan keuangan yang baik pula sesuai dengan kondisi keuangan yang sungguh terjadi sesuai dengan aturan SAK. Lalu dari situ, manajemen akan merasa terbantu untuk menentukan langkah selanjutnya termasuk menentukan investasi apa yang akan perusahaan lakukan sesuai dengan perhitungan yang dilihat dari pertumbuhan tingkat penjualannya.

Hipotesis Ketiga

Hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah kepemilikan institusional (Kep_Inst) berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. Institusi yang berperan sebagai investor memiliki kemampuan yang baik dalam mengawasi perkembangan kinerja perusahaan. Institusi selalu memantau apa yang dilakukan perusahaan supaya modal yang institusi tanamkan tidak terbuang secara sia – sia. Hal itu menyebabkan perusahaan sebaik mungkin meningkat kualitas laporan. Dari laporan keuangan yang berkualitas, maka akan meningkatkan efisiensi investasi perusahaan.

Berdasarkan pada tabel 4.9, diketahui bahwa nilai koefisien dari kepemilikan institusional (Kep_Inst) sebesar 0,001 dan nilai signifikansi pada level kurang dari 5% adalah 0,157. Ini berarti bahwa kepemilikan institusional yang diprosikan dengan jumlah kepemilikan modal saham suatu perusahaan yang dimiliki oleh institusi secara signifikan tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan sehingga hipotesis ketiga ditolak. Menurut Modigliani dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013) adanya asimetri informasi antara pihak pemegang saham dengan manajer menyebabkan manajer selaku pengelola perusahaan akan bisa mengendalikan perusahaan karena memiliki informasi lebih mengenai perusahaan akan bisa mengendalikan perusahaan karena memiliki informasi lebih mengenai perusahaan dibanding pemegang saham. Sehingga adanya kepemilikan institusi tidak menjamin monitoring kinerja manajer dapat berjalan efektif. Dari hal ini, manajer juga dapat melakukan investasi seandainya bila mendapatkan modal berlebih yang dapat mengakibatkan terjadinya *overinvestment*.

Penelitian yang dilakukan oleh Ujiyanto dan Pramuka (2007) memberi bukti bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Institusi lebih berfokus pada pendapatan sekarang atau *current earnings*, hal ini mengakibatkan manajemen melakukan berbagai cara untuk meningkatkan laba jangka pendek atau yang disebut sebagai manajemen laba. Institusional akan membuat pihak manajemen merasa terikat oleh pantauan dan akan cenderung terlibat dalam tindakan manajemen laba. Dari manajemen laba yang sudah tercantum pada laporan keuangan, manajemen akan melakukan investasi sesuai dengan laporan keuangan yang ada, bukan berdasarkan kinerja keuangan perusahaan yang seungguhnya. Hal ini lah yang menyebabkan investasi perusahaan tidak efisien.

Hipotesis Keempat

Hipotesis keempat pada penelitian ini adalah kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. Pihak manajerial yang memiliki modal saham di perusahaannya akan membuat manajerial benar – benar memikirkan langkah yang diambil dalam investasi. Karena keputusan apapun yang diambil dalam berinvestasi, maka akan mempengaruhi yang manajerial dapatkan karena mereka juga memiliki modal saham perusahaan yang mereka kelola. Sehingga semakin tinggi kepemilikan manajerial, semakin tinggi pula efisiensi investasi perusahaan.

Berdasarkan pada tabel 4.9, diketahui bahwa nilai koefisien dari kepemilikan manajerial (Kep_Man) sebesar 0,007 dan nilai signifikansi pada level kurang dari 5% adalah 0,003. Ini berarti bahwa kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan jumlah kepemilikan modal saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak perusahaan yang secara langsung keputusannya mempengaruhi kinerja perusahaan tersebut secara signifikan berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan sehingga hipotesis keempat diterima.

Hipotesis ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Simoneti dan Gregoric (2004), Zheka (2003) yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Manajerial yang dimaksud adalah semua pihak yang memiliki wewenang untuk mengatur perusahaan supaya dapat berjalan dengan baik dan mendapat keuntungan yang maksimal. Lalu pihak manajerial akan melakukan keputusan apapun untuk meningkatkan kinerja dan mengambil keputusan yang sudah dipikirkan secara matang untuk melakukan investasi yang efisien. Keputusan yang dilakukan sudah diperhitungkan dengan betul karena mereka akan mengalami dampak yang sama dengan pemegang saham lain apabila keputusan yang diambil adalah keputusan yang keliru. Salah mengambil keputusan investasi juga akan menyebabkan kas yang dikeluarkan perusahaan tidak efisien dan tidak sesuai yang dibutuhkan perusahaan.

5. SIMPULAN

Kesimpulan

Berdasarkan penelitian ini diperoleh hasil sebagai berikut :

1. Komite audit yang diproksikan dengan jumlah anggota komite audit yang ada di suatu perusahaan mempunyai pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan.
2. Dewan komisaris independen yang diproksikan dengan jumlah komisaris independen dibandingkan dengan total dewan komisaris perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan.
3. Struktur kepemilikan institusional yang diproksikan dengan besarnya persentase modal saham yang ditanamkan oleh institusi pada suatu perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan.
4. Struktur kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan besarnya persentase modal saham yang ditanamkan oleh pihak perusahaan yang secara langsung mengambil keputusan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Saran

Saran dalam penelitian ini adalah :

1. Proksi pengukuran dari komite audit suatu perusahaan dalam penelitian ini hanya menggunakan jumlah komite audit saja. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan proksi pengukuran lainnya seperti frekuensi pertemuan komite audit.
2. Menambah variabel lainnya yang dapat mempengaruhi suatu perusahaan yaitu karakteristik perusahaan dalam mengambil keputusan investasi, seperti ukuran perusahaan, *Return on Assets (ROA)* dan *Gross Profit Margin*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, A.S. dan Duellman, S. 2007. Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*.
- Ahmed, A.S., Billings, B.K., Morton, R.M. and Stanford-Harris, M. 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review* 77 (4): 867–890.
- Ajiwanto, A.W. dan Herawati, J. 2013. Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Return Saham Perusahaan yang Terdaftar di *Corporate Governance Perception Index* dan Bursa Efek Indonesia Periode 2010 – 2012. Universitas Brawijaya. Malang.
- Ardiyansah, M. 2004. Pengaruh *Corporate Governance*, *Leverage* dan Profitabilitas terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2009 – 2013. Universitas Maritim Raja Ali Haji.
- Arum, M.Y.P. 2011. Hubungan Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia. STIE PERBANAS. Surabaya.
- Ball, R. 2001. Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* (1): 127–169.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings', *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 3–37.
- Beekes, W., Pope, P.F. and Young, S. 2004. The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance* 12 (1): 47–51
- Boediono. 2005. Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur. *Simposium Nasional Akuntansi, SNA VIII*, 15-16 September.
- Buchori, I. 2012. Pengaruh Mekanisme *Good Corporate Governance* dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Perusahaan. Semarang: Skripsi FE Universitas Diponegoro.
- Butar Butar, S. 2012. Peluang Riset Akuntansi Berbasis Akrua Di Indonesia. *Jurnal Online Universitas Udayana* 7: 1-12.
- Butar Butar, S. 2014. Implikasi Regulasi Pasar Modal Terhadap Motif Manajemen Laba: Pengujian Berbasis Teori Pensinyalan. *Jurnal Akuntansi Keuangan Indonesia* 11 (1): 99-119
- Butar Butar, S. 2015. Dampak Kualitas Laporan Keuangan, Regulasi Pengendalian Internal dan Keterbatasan Keuangan Terhadap Inefisiensi Investasi. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* 17 (1): 57-70.

- Chen, Q., Hemmer, T. and Zhang, Y. 2007. On the relation between conservatism in accounting standards and incentives for earnings management. *Journal of Accounting Research* 45(3): 541–565.
- Chi, W. and Wang, C. 2010. Accounting conservatism in a setting of Information asymmetry between majority and minority shareholders. *The International Journal of Accounting* 45 (4): 465–489.
- Coates, D. J.; Marais, M. L.; Weil, R. L. 2007. Audit Committee Financial Literacy: A Work in Progress. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 22(2): 175–194.
- Darmawati, R.G.R. Deni dan Khomsiyah. 2004. Hubungan *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi VII. Denpasar. Bali.
- Dewi, R. 2004. Pengaruh Konservatisme Laporan keuangan terhadap *Earnings Response Coefficient*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 7(2): 207-223.
- Febriananda, Fr. 2011. Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Investasi dalam Negeri di Indonesia Periode Tahun 1988 – 2009. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Francis, R. and Martin, X. 2010. Timely loss recognition and acquisition profitability’, *Journal of Accounting and Economics* 49 (2): 161–178.
- Garcia Lara, J.M., Garcia O. B, . and Penalva, F. 2010. *Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency*. Working paper, IESE Business School, University of Navarra, Barcelona, Spain.
- García Lara, J.M., Garcia Osma, B. and Penalva, F. 2011. Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies* 16 (2): 247–271.
- Garcia, B., Juan Manuel García dan Fernando Penalva. 2010. *Accounting Conservatism And Firm Investment Efficiency*. Working Paper. Spain.
- Givoly, D. And C. Hayn. 2002. *Does Public Ownership of Equity Improve Earning Quality*. Harvard: California, Los Angeles.
- Ghozali, I. 2000. *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Guay, W. and Verrecchia, R. 2006. Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski. *Journal of Accounting and Economics* 42 (2): 149–165.
- Gujarati, D. 1997. *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta.
- Halim. 2005. *Analisis Investasi*. Salemba Empat, Jakarta.
- Haruman, T. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Pendanaan (Perspektif *Agency Theory*). *National Conference on Management Research*. Makasar.

- Hidayat, R. 2010. Keputusan Investasi dan *Financial Constraints*: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, April 2010.
- Houcine, A. 2013. Does accounting conservatism affect firm investment efficiency in an emerging market? Evidence from Tunisian context. *African J. Accounting, Auditing and Finance* 2 (3).
- Hui, K.W., Matsunaga, S. and Morse, D. 2009). The impact of conservatism on management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics* 47(3): 192–207.
- Husni, Raudhatul. 2011. Pengaruh Mekanisme *Good Corporate Governance, Leverage*, dan Profitabilitas terhadap Manajemen Laba.
- Irianti, T. E. 2008. Pengaruh Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akuntansi terhadap Harga dan Return Saham. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jensen, M and Meckling W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- John, F. 2011. Impact of Leverage on Firms Investment Decision. *International Journal of Scientific and Engineering Research* 2(4): 2209 – 5518.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2004. Pedoman Tentang Komisaris Independen. <http://www.governance-indonesia.or.id/main.htm>.
- Kalia, N. S. dan Suwitho. 2013. Pengaruh Penggunaan Hutang terhadap Profitabilitas: Studi pada PT Semen Gresik Tbk. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen* 1(1).
- LaFond, R. and Watts, R.L. 2008. The information role of conservatism', *The Accounting Review* 83 (2): 447–478.
- Lalbar, A., Ghaemmaghani, M., Pourmansoor, M.H. and Karamali, M. 2012. A study of the relationship between accounting conservatism and investment efficiency in Tehran Stock Exchange. *Journal of Basic and Applied Scientific Research* 2 (6): 5719–5725.
- Lambert, R. 2010. Discussion of implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2–3): 287–295.
- Lee , K.J. 2009. Audit Committee Financial Expertise, Litigation Risk and Corporate Governance, *Auditing. A Journal of Practice & Theory* 28(1): 241–261.
- Luthfiardi, I. 2012. Analisis Pengaruh *Corporate Governance Performance Index* dan Konsentrasi Kepemilikan Perusahaan terhadap Efisiensi Investasi. Skripsi. Universitas Indonesia. Jakarta.
- Margaretha, Farah., Argoeby, Yolla. 2009. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Publik. *Jurnal Informasi Perpajakan, Akuntansi dan Keuangan Publik* 4 (1): 57 – 64.

- Mujiyono dan Nany, Magdalena. 2010. Pengaruh *Leverage*, Saham Publik, *Size* dan Komite Audit terhadap Luas Pengungkapan Sukarela. Universitas Negeri Semarang. Semarang.
- Muliati, Ni Ketut. 2011. Pengaruh Asimetri Informasi dan Ukuran Perusahaan pada Praktik Manajemen Laba di Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Universitas Udayana. Denpasar.
- Mulianti, Fitri Mega. 2010. Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Naftalia, Veliandina, dan Chivan. 2013. Pengaruh *Leverage* terhadap Manajemen Laba dengan *Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Nurkholis, Indriani. “Manfaat dan Fungsi Komite Audit dalam Mewujudkan Tata Pengelolaan Perusahaan yang Bai (*Good Corporate Governance*): Persepsi Manajemen Perusahaan *Go Public*. Universitas Brawijaya.
- Penman, S.H., dan Xiao-Jun Zhang. (2000). *Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns*. University Columbia and University of California.
- Pomeroy, B. (2010). Audit Committee Member Investigation of Significant Accounting Decisions, *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 29(1): 173–205.
- Ratmawati, Ana., Amanah, Lailatul. 2013. Pengaruh Kas Operasi dan Kebijakan Pendanaan terhadap Keputusan Investasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* Vol. 1, Nomor 1.
- Rita, M. R dan S.M.Puspita. 2012. Pengaruh *Adverse Selection* dan *Negative Framing* terhadap Eskalasi Komitmen. Universitas Kristen Satya Wacana. Salatiga.
- Rini, T. S. dan I. Ghazali. 2012. Pengaruh Pemegang Saham Institusi, Komisaris Independen dan Komite Audit terhadap Tingkat Profitabilitas Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accountig* 1: 1 – 12.
- Roychowdhury, S. 2010. Discussion of acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics* 49 (1–2): 179–183.
- Sari, C., dan D. Adhariani. 2004. Konservatisme Perusahaan di Indonesia dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya. *AKPM*.
- Sari, L.I.N. dan I.G.N Suaryana. 2014. Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan pada Efisiensi Investasi Perusahaan Pertambangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*: 524 – 537. ISSN 2302-8556.
- Sari, R.P. 2010. Pengaruh Komite Audit terhadap Kinerja Keuangan”. Universitas Andalas. Padang.
- Siallagan, H. dan M. Machfoedz. 2006. Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.

- Simoneti dan A. Gregoric. Managerial ownership and corporate performance in Slovenian post-privatisation period. *The European Journal of Comparative Economics* 1 (2): 217-241. ISSN 1824-2979.
- Suaryana, A. 2005. *Pengaruh Komite Audit terhadap Kualitas Laba*. Skripsi. Universitas Udayana.
- Sukirno, S. 2006. *Ekonomi Pembangunan Proses masalah dan Dasar*. Jakarta: PT.Raja. Grafindo Persada.
- Suryani, I. D. 2010. Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* dan Ukuran Perusahaan terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. Skripsi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Triwinasis, C. R. Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Kinerja Keuangan (Studi Kasus pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011 – 2012). Skripsi. Universitas Negeri Semarang. Semarang.
- Ujiyantho, M., Arief, Pramuka, B. Agus. 2007. Mekanisme *Corporate Governance*, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan. Simposium Nasional Akuntansi X. Makassar.
- Verdi, R.S. 2006. *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Working Paper Series*.
- Walsh, P. P., Whelan, C., 2000, Firm performance and the Political Economy of Corporate Governance: Survey Evidence for Bulgaria, Hungary, Slovakia and Slovenia. William Davidson Institute Working Paper 338.
- Watts, R, L., and Zimmerman, J, L. 2003. *Positive Accounting Theory*. New York, Prentice Hall.
- Widanar, Erman. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening”.
- Wijaya, A. Langgeng., Murwani. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Investasi Perusahaan. *Jurnal Dinamika Akuntansi* 3 (1): 33 – 41.
- Xu, X., Wang, X. and Han, N. 2012. Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency. *China Finance Review International* 2(1): 53–77.