CORPORATE GOVERNANCE DAN EFISIENSI INVESTASI PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI JAKARTA ISLAMIC INDEX

HANIFAH ROUDHOTUL JANNAH

ISNA PUTRI RAHMAWATI (isnaputrirahmawati@staff.ac.id)

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sebelas Maret, Indonesia

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the effect of the effectiveness of the board of commissioners and audit committee on investment efficiency. The effectiveness of the board of commissioners and audit committee is measured by the effective score based on some indicators. This study uses 209 year-observations of companies listed in the Jakarta Islamic Index during 2008-2017. This study shows that the effectiveness of the board of commissioners has no significant effect on the underinvestment, while the effectiveness of the audit committee has a negative and significant effect on the underinvestment. In addition, the effectiveness of the board of commissioners has a negative and significant effect on overinvestment while the effectiveness of the audit committee has a positive and significant effect on overinvestment.

Keyword: *the effectiveness of the board of commissioners, the effectiveness of the audit committee, underinvestment, overinvestment*

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh efektivitas dewan komisaris dan efektivitas komite audit terhadap efisiensi investasi. Efektivitas dewan komisaris dan efektivitas komite audit diukur dengan menggunakan skor efektivitas yang dinilai berdasarkan beberapa indikator. Sampel penelitian ini menggunakan 209 observasi dari perusahaan yang termasuk dalam Jakarta Islamic Index periode 2008-2017. Hasil penelitian menunjukkan bahwa efektivitas dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap *underinvestment*, sedangkan komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underinvestment*. Selain itu, efektivitas dewan komisaris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *overinvestment* sedangkan efektivitas komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap *overinvestment*.

Kata Kunci: *efektivitas dewan komisaris, efektivitas komite audit, underinvestment, overinvestment*

PENDAHULUAN

Tindakan perusahaan dalam mengalokasikan sumber daya secara tepat guna untuk mencapai tujuan perusahaan disebut dengan efisiensi investasi (Bzeouich, Lakhal & Dammak, 2019). Kondisi investasi yang efisien merupakan gabungan dari faktor finansial dan nonfinansial yang berkaitan dengan fungsi risiko, imbal hasil investasi, dan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan ketika melakukan investasi (Hodgson, Breban, Ford, Streatfield & Urwin, 2000; Saputra & Wardhani, 2017). Oleh karena itu, investasi yang efisien dapat tercapai ketika perusahaan dapat menghindari kondisi *underinvestment* dan *overinvestment*.

Underinvestment dan *overinvestment* merupakan dua keadaan investasi yang menyebabkan investasi menjadi tidak efisien. Kondisi-kondisi tersebut berhubungan dengan tingkat kas dan *leverage* perusahaan. *Underinvestment* terjadi pada perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi sehingga menyebabkan perusahaan melewatkan peluang investasi karena tidak mempunyai dana yang cukup untuk menutup rencana investasi (Sari & Suaryana, 2017). *Overinvestment* terjadi pada perusahaan dengan jumlah kas yang besar tetapi perusahaan tersebut memiliki tingkat pertumbuhan yang lambat. Hal tersebut dapat menyebabkan perusahaan

melakukan investasi pada proyek yang kemungkinan mengalami kerugian (*Net Present Value* [NPV] negatif) (Biddle, Hilarly & Verdi, 2009).

Untuk mengatasi masalah inefisiensi investasi, perusahaan membutuhkan suatu mekanisme yang membantu mengurangi kondisi tersebut, seperti tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*). Tata kelola perusahaan yang baik digunakan untuk menjaga hubungan baik dengan investor dalam pengelolaan perusahaan sehingga memberikan pengaruh positif untuk semua pihak yang berkepentingan (Saputra & Wardhani, 2017). Tata kelola perusahaan juga digunakan agar dapat meyakinkan bahwa investor akan menerima pengembalian yang sepadan dari investasi yang sudah dikeluarkan untuk (Samad, 2015).

Di Indonesia, penerapan praktik *corporate governance* mulai mendapatkan perhatian pemerintah sejak terjadinya krisis ekonomi tahun 1997. Pemerintah mendirikan sebuah lembaga yaitu Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) pada tahun 1999 dengan tujuan supaya kualitas GCG di Indonesia dapat ditingkatkan (Aryani, Rahmawati & Setiawan, 2018). KNKG berhasil menyelesaikan pembuatan dua pedoman yang menjadi dasar pelaksanaan *corporate governance* sampai sekarang, yaitu Pedoman Umum *Good Corporate Governance* pada tahun 2006 dan Pedoman Umum *Good Governance* Bisnis Syariah pada tahun 2011. Selain KNKG, Indonesia juga memiliki lembaga Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang berperan dalam pengaturan dan pengawasan *corporate governance* pada perusahaan publik. OJK mengeluarkan Peraturan Nomor 21/POJK.04/2015 tentang Penerapan Pedoman Tata Kelola Perusahaan Terbuka dan Nomor 73/POJK.05/2016 tentang Tata Kelola Perusahaan yang Baik bagi Perusahaan Perasuransian.

Dalam melaksanakan *corporate governance*, perusahaan harus memiliki kelengkapan organ-organ sesuai dengan pedoman yang telah dibuat

oleh lembaga pengelola *corporate governance*. Organ tersebut yakni dewan komisaris dan komite audit. Fungsi dari dewan komisaris yaitu melakukan pengawasan, menasehati direksi, dan memastikan pelaksanaan *corporate governance* dengan baik (KNKG, 2006). Di samping itu, dewan komisaris juga harus melaksanakan pengawasan secara efektif terhadap kondisi keuangan perusahaan yang membantu manajer keuangan memutuskan proyek mana yang menghasilkan investasi yang efisien (Chen, Liu & Wang, 2013). Komite audit merupakan komite khusus untuk mendukung kinerja dari dewan komisaris yang melaksanakan fungsi pengawasan agar lebih optimal (Siallagan & Machfoedz, 2006).

Riset tentang determinan efisiensi investasi sudah banyak dilakukan. Akan tetapi, sebagian besar penelitian menggunakan faktor finansial terutama kualitas laporan keuangan seperti Chen, Hope, Li & Wang (2011), Gomariz dan Ballesta (2014), Liao & Liu (2014), Butar (2015), Umiyati (2017) dan Wajeetongratana *et al.* (2019). Penelitian dengan menggunakan *corporate governance* yang merupakan faktor nonfinansial mulai berkembang setelah perusahaan-perusahaan mulai memperhatikan pentingnya *corporate governance* bagi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Bzeouich *et al.* (2019) membuktikan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi. Organ *corporate governance* yang terdiri atas dewan komisaris dan komite audit sering diuji sebagai determinan kinerja perusahaan termasuk kegiatan investasi.

Penelitian tentang peran dewan komisaris sudah banyak dilakukan seperti peran dewan komisaris terhadap manajemen laba (Dwiharyadi, 2017), kualitas laba (Siallagan dan Machfoedz, 2006), *fraud* (Wu dan Li, 2015), dan kinerja perusahaan (Bukair dan Rahman, 2015; Aryani *et al.*, 2018). Penelitian-penelitian tersebut memberikan bukti bahwa dewan komisaris memiliki peran yang besar bagi perusahaan. Untuk

mengetahui seberapa besar peranan dewan komisaris di dalam sebuah perusahaan dapat dilihat dari karakteristiknya, yaitu keahlian baik akuntansi maupun keuangan, independensi, dan aktivitas (Chen, Sung & Yang, 2017; Dwiharyadi, 2017; Saputra & Wardhani, 2017). Salami (2011) menyatakan pentingnya dewan komisaris dalam peningkatan kinerja keuangan perusahaan yakni efisiensi investasi. Akan tetapi, penelitian dari Chen *et al.* (2017) dengan menggunakan karakteristik ukuran, jumlah rapat, jabatan ganda, dan independensi menunjukkan hanya aktivitas yang berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi.

Peran komite audit juga dapat dilihat dari karakteristiknya, yaitu keahlian keuangan, ukuran, serta aktivitas yang dilihat dari jumlah rapat (Zaman, Hudaib & Haniffa, 2011; Badolato, Donelson & Ege, 2014; Dwiharyadi, 2017). Komite audit memegang peran penting dalam kinerja perusahaan seperti mengurangi hambatan keuangan (Rahmat, Iskandar & Saleh, 2009), mengurangi praktik manajemen laba (Badolato *et al.*, 2014), meningkatkan pengendalian internal (Zhang, Zhou & Zhou, 2007), dan meningkatkan efisiensi investasi (Saputra dan Wardhani, 2017). Selain itu, peran komite audit dalam proses pengawasan laporan keuangan memberikan pengaruh positif terhadap kualitas audit dan laporan keuangan (Beasley, Carcello, Hermanson & Neal, 2009; Badolato *et al.*, 2014). Hal tersebut dapat dijadikan sebagai sinyal baik bagi investor untuk melakukan investasi ke perusahaan sehingga perusahaan dapat menghindari *underinvestment* atau *overinvestment*.

Penelitian mengenai pengaruh organ *corporate governance* yang meliputi dewan komisaris dan komite audit terhadap efisiensi investasi di Indonesia belum banyak diteliti. Hal itu dapat dilihat dari hasil revidu penelitian sebelumnya pada tahun 2009-2018 yang dilakukan oleh peneliti yang menunjukkan bahwa sebagian besar penelitian sebelumnya berfokus pada faktor finansial

seperti kualitas laporan keuangan, *debt maturity*, dan hambatan keuangan sebagai faktor yang memengaruhi efisiensi investasi (Chen, Hope, Li, & Wang (2011), Gomariz & Ballesta (2013), Liao & Liu (2014), Butar (2015), dan Umiyati (2017). Faktor nonfinansial seperti *corporate governance* mulai banyak diteliti sejak tahun 2009. Akan tetapi, dewan komisaris dan komite audit sebagai organ dari *corporate governance* belum banyak digunakan sebagai faktor yang berpengaruh terhadap efisiensi investasi seperti dalam penelitian Biddle *et al.* (2009) dan Jin dan Yu (2016). Chen *et al.* (2017) juga menyatakan bahwa topik ini belum banyak diteliti. Selain itu, penelitian sebelumnya tidak banyak yang meneliti kondisi *underinvestment* dan *overinvestment* di dalam sebuah perusahaan (Salami, 2011; Chen *et al.*, 2013; Chen *et al.*, 2017).

Penelitian terdahulu mengenai topik efisiensi investasi memberikan hasil yang beragam. Salami (2011) menemukan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi karena efektifnya pelaksanaan *corporate governance* di negara tersebut. Chen *et al.* (2013) juga menemukan hal yang sama seperti penelitian Salami (2011). Namun, Biddle *et al.* (2009) yang menguji *underinvestment* dan *overinvestment* dengan menggunakan variabel *corporate governance* menunjukkan hasil yang bertentangan, yaitu *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap *underinvestment* tetapi positif terhadap *overinvestment*. Alasannya adalah *corporate governance* cenderung lebih membantu perusahaan yang mengalami *underinvestment*.

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan apakah efektivitas dewan komisaris dan komite audit berpengaruh terhadap kondisi *underinvestment* dan *overinvestment*. Penelitian ini meneliti aspek CG yang dilihat dari efektifitas dewan komisaris dan komite audit. Efektivitas dilihat dari beberapa karakteristik dalam peran dewan komisaris dan komite audit dalam pengawasan pengelolaan perusahaan. Penelitian ini menambahkan di-

mensi latar belakang keahlian dewan komisaris dan komite audit dalam menilai efektivitas. Menurut Zaman *et al* (2011) dan Badolato *et al*. (2014) bahwa latar belakang keahlian pada dewan komisaris dan komite audit dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, salah satunya adalah efisiensi investasi. Selain itu, penelitian ini fokus pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII). JII merupakan salah satu indeks saham syariah yang ada di Bursa Efek Indonesia. Dalam indeks ini, perusahaan harus memenuhi kriteria efek syariah. Menurut Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 15/POJK.04/2015, kriteria tersebut meliputi akad, cara pengelolaan, kegiatan usaha, aset yang menjadi landasan akad dan atau aset yang terkait dengan efek dimaksud dan penerbitannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal. Oleh karena itu perusahaan harus menjalankan *corporate governance* yang didasarkan atas pijakan dasar spiritual dan pijakan dasar operasional. Kedua landasan tersebut diperlukan untuk mencapai kesinambungan dengan memperhatikan kepentingan para pemangku kepentingan (*stakeholder*). Selain itu, implementasi prinsip-prinsip syariah pada perusahaan yang terdaftar di JII seperti *shiddiq*, *tabligh*, amanah, dan *fathanah* dinilai relevan dan dapat mendukung pelaksanaan prinsip-prinsip *corporate governance*.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Agensi

Penelitian ini menggunakan teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976) untuk menjelaskan pengaruh *corporate governance* terhadap efisiensi investasi. Teori agensi menjelaskan adanya hubungan kontraktual antara agen (manajemen) dan prinsipal (pemilik) dalam sebuah perusahaan. Manajemen sebagai agen diberikan kewenangan oleh prinsipal untuk mengelola perusahaan dan mengambil keputusan atas nama prinsipal. Salah satu asumsi dalam teori agensi adalah kedua belah pihak adalah pemaksimal utilitas (*utility maximizers*). Oleh karena itu, keputusan yang diambil oleh agen tidak selalu mewakili kepent-

ingan pemilik. Hal itu merupakan penyebab awal munculnya masalah agensi.

Masalah agensi timbul karena adanya perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen yang memungkinkan munculnya biaya agensi (biaya keagenan). Investor menginginkan *going concern* pada perusahaan dan imbal hasil investasi yang sebesar-besarnya, sedangkan agen ingin memaksimalkan bonus yang diterima (Healy, 1985). Skema bonus dapat mendorong manajer memengaruhi keputusan akuntansi yang dapat memaksimalkan nilai bonusnya. Selain itu, adanya asimetri informasi antara pemilik dan manajemen dapat menimbulkan adanya *adverse selection* dan *moral hazard*. Artinya manajemen perusahaan mengetahui seluruh informasi perusahaan, namun hanya mengungkapkan sebagian informasi kepada pemilik atau investor. Selain itu, untuk memaksimalkan utilitas pribadi, manajemen perusahaan akan memilih peluang investasi dengan risiko kecil daripada memilih peluang investasi dengan risiko yang besar (Saputra & Wardhani, 2017; Song, Hoof & Park, 2017). Hal tersebut menyebabkan munculnya biaya agensi yang harus dikeluarkan investor untuk mengendalikan perilaku menyimpang yang dilakukan oleh manajer.

Efisiensi Investasi

Agar mendapatkan hasil yang efisien, investasi yang dilakukan perusahaan harus mempertimbangkan dua faktor (Verdi, 2006). Faktor pertama adalah ketika mendanai peluang investasi pada sebuah proyek di masa mendatang. Sebuah perusahaan sebaiknya meningkatkan modal usaha saat ini dengan tujuan agar tidak terjadi hambatan keuangan ketika peluang investasi muncul. Faktor kedua yaitu ketika perusahaan sudah berencana meningkatkan modal usaha untuk berinvestasi, investasi yang dilakukan tidak menjamin akan efisien. Hal itu terjadi karena informasi asimetri menyebabkan perbedaan persepsi antara investor dan manajer perusahaan (Biddle *et al.*, 2009; Purba dan Suaryana, 2018; Verdi, 2006). Manajer yang mengetahui lebih banyak informasi perusahaan berusaha untuk memilih investasi untuk suatu proyek yang menguntungkan

dirinya sendiri dan mengabaikan kepentingan investor (Jensen dan Mackling, 1976) sehingga menyebabkan investasi menjadi tidak efisien.

Kondisi inefisiensi investasi dibedakan menjadi dua yaitu *underinvestment* dan *overinvestment*. *Underinvestment* terjadi ketika perusahaan melewatkan suatu proyek yang memberikan kemungkinan besar akan menguntungkan NPV positif (Biddle *et al.*, 2009). Hal itu terjadi karena perusahaan sedang mengalami hambatan kas atau kondisi *leverage* yang tinggi sehingga tidak memungkinkan melakukan investasi walaupun hasilnya menguntungkan (Sari dan Suaryana, 2014). *Overinvestment* terjadi ketika investasi pada suatu proyek menyebabkan perusahaan mengalami kerugian yaitu ketika NPV negatif (Biddle *et al.*, 2009). Hal itu terjadi ketika perusahaan sedang dalam kondisi keuangan yang stabil bahkan berlebih namun tingkat pertumbuhan perusahaan berjalan lambat sehingga ketika perusahaan melakukan investasi, hasil yang dicapai kemungkinan mengalami kerugian.

Corporate Governance

Definisi *corporate governance* menurut OECD 2015 adalah suatu prosedur dan proses yang didasarkan pada bagaimana mengarahkan dan mengendalikan sebuah perusahaan. Mekanisme *corporate governance* secara spesifik menyalurkan hak dan kewajiban dari organ-organ perusahaan seperti anggota dewan, manajer, dan investor, serta menetapkan peraturan saat proses pengambilan keputusan. Penerapan *corporate governance* dilakukan dalam rangka peningkatan nilai perusahaan dan melindungi kepentingan investor (Grassa, 2018).

Pedoman Umum GCG yang disusun oleh KNKG menjadi landasan untuk melaksanakan praktik *corporate governance* di Indonesia. Salah satu isi dari pedoman tersebut adalah mengenai lima prinsip yang harus diterapkan pada setiap aspek bisnis perusahaan, yaitu transparansi (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), tanggung jawab (*responsibility*), independensi

(*independency*), dan kewajaran dan kesetaraan (*fairness*).

Pada tahun 2011 KNKG mengeluarkan Pedoman Umum *Good Governance* Bisnis Syariah yang digunakan sebagai acuan perusahaan syariah untuk menerapkan *corporate governance* secara islami yang berlandaskan Al-Quran dan As-Sunnah (KNKG, 2011; Al-Suhaibani dan Naifar, 2014). Dalam konteks islam, tujuan *corporate governance* selain menjadi mekanisme untuk mencapai tujuan perusahaan, juga dalam rangka mencapai keselarasan antara kepentingan investor dan lingkungan sekitar dengan menerapkan akhlaqul karimah sesuai yang diajarkan dalam agama islam (Aryani *et al.*, 2018). Secara operasional bisnis syariah mengacu pada dua asas. Asas pertama adalah *sifat* dan perilaku nabi dan rasul dalam beraktifitas termasuk dalam berbisnis yaitu shidiq, fathonah, amanah, dan tabligh. Asas kedua adalah asas yang dipakai dalam dunia usaha pada umumnya yaitu transparansi, akuntabilitas, tanggung jawab, independensi serta kewajaran dan kesetaraan. Kedua asas operasional tersebut diperlukan untuk mencapai kesinambungan (*sustainability*) dengan memperhatikan kepentingan para pemangku kepentingan (*stakeholders*).

Efektifitas Dewan Komisaris dan Efisiensi Investasi

Peran penting dewan komisaris di dalam sebuah perusahaan salah satunya adalah menjaga kepentingan investor (Salami, 2011). Dewan komisaris sebagai perwakilan dari investor harus memaksimalkan fungsinya dalam mengawasi kinerja manajer dan memberikan pengarahan serta nasehat kepada manajer dalam melaksanakan tugasnya, terutama pada proses pengambilan keputusan investasi (KNKG, 2006; Hartono, 2014). Hal itu dilakukan agar keputusan investasi yang diambil memberi hasil yang efisien, dimana keputusan tersebut dapat mewakili kepentingan investor serta memberikan keuntungan bagi perusahaan dan investor.

Penelitian terdahulu mengenai peran dewan komisaris pada kinerja perus-

ahaan telah banyak dilakukan. Diyanty, Fatima & Syahroza (2017) menunjukkan efektifnya peran dewan komisaris dalam mendukung peningkatan dari kualitas audit. Penelitian dari Chen *et al.* (2013) menganalisis peran dewan komisaris yang dilihat dari karakteristiknya dalam memengaruhi keputusan investasi dan menemukan dewan komisaris dapat membantu manajemen memutuskan investasi mana yang kemungkinan memberikan hasil yang efisien. Salami (2011) juga melaporkan adanya pengaruh positif dewan komisaris terhadap efisiensi. Akan tetapi, Saputra dan Wardhani (2017) menunjukkan bahwa efektivitas dewan komisaris tidak memengaruhi investasi yang efektif. Dengan demikian, hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

H1a: Efektivitas dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *underinvestment*.

H1b: Efektivitas dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *overinvestment*.

Efektifitas Komite Audit dan Efisiensi Investasi

Komite audit merupakan organ *corporate governance* yang dibentuk dengan tujuan untuk membantu dewan komisaris melindungi kepentingan investor. Berdasarkan Peraturan OJK Nomor 55/POJK.04/2015 tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit, salah satu peran yang dapat dilakukan komite audit adalah mengawasi aktivitas manajer dalam melaksanakan manajemen risiko, terutama pada bidang keuangan dalam kegiatan investasi. Hal itu dilakukan untuk memastikan bahwa investasi yang dilakukan perusahaan memberikan *return* yang lebih besar dari risiko yang diambil, sehingga investasi tersebut dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan dan memberikan imbal hasil yang maksimal untuk investor (Hartono, 2014). Dengan demikian, peran dan tanggung jawab yang dibebankan kepada komite audit diharapkan dapat dilaksanakan secara

efektif agar kepentingan investor dapat terlindungi.

Saputra & Wardhani (2017) menguji efektivitas komite audit terhadap efisiensi investasi dan menunjukkan pengaruh positif dari efektivitas komite audit terhadap efisiensi investasi. Penelitian Chen *et al.* (2013) juga menunjukkan hasil positif dan signifikan atas pengaruh efektivitas komite audit terhadap investasi perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa tugas dari komite audit sudah dilaksanakan dengan baik, terutama pada proses pengawasan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

H2a: Efektivitas komite audit berpengaruh negatif terhadap *underinvestment*.

H2b: Efektivitas komite audit berpengaruh negatif terhadap *overinvestment*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan syariah yang ada dalam Indeks Saham Syariah Indonesia tahun 2008 sampai dengan 2017. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di JII tahun 2008 sampai 2017. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*. Perusahaan terpilih harus memenuhi kriteria yaitu 1) Perusahaan memiliki data *annual report* per 31 Desember; 2) Perusahaan yang memiliki kelengkapan data keuangan dan nonkeuangan untuk tahun 2008 sampai dengan 2017 yang diperlukan untuk pengukuran keseluruhan variabel.

DEFINISI OPERASIONAL DAN PENGUKURAN VARIABEL

Underinvestment dan Overinvestment

Variabel dependen pada riset ini adalah efisiensi investasi yang melihat dua kondisi inefisien yaitu *underinvestment* dan *overinvestment*. Pengukuran variabel ini mengikuti Biddle *et al.* (2009) dan Chen *et al.* (2011) yang mengukur investasi se-

bagai fungsi dari *growth opportunities*. Investasi diukur dengan menjumlahkan total investasi baru yang meliputi mesin, peralatan, kendaraan, tanah, dan gedung dengan biaya *research and development* dikurangi dengan total penjualan aset tetap kemudian dibagi dengan total aset tahun sebelumnya (Biddle *et al.*, 2009).

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta + \beta_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \beta_2 \text{GROW}_{i,t-1} + \beta_3 \text{NEG} * \text{GROW}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots (1)$$

Keterangan: NEG : Tingkat pertumbuhan penjualan yang bernilai 1 jika tingkat pertumbuhan penjualan negatif, 0 jika tidak; GROW: Tingkat perubahan penjualan dari tahun t-1 sampai t.

Model pengukuran tersebut akan diestimasi secara *cross-sectional* dengan tujuan untuk mendapatkan nilai residu ($\varepsilon_{i,t}$) yang merefleksikan inefisiensi investasi (Chen *et al.*, 2011). Residual yang bernilai negatif menunjukkan *underinvestment* sedangkan residual yang bernilai positif menunjukkan *overinvestment*. Selain itu, pengukuran tersebut juga digunakan untuk mengetahui data observasi yang *outlier* dengan mempertimbangkan *studentized residuals* dengan nilai lebih dari 2. Data observasi yang *outlier* akan dihilangkan dari penghitungan selanjutnya.

Efektivitas Dewan Komisaris

Pengukuran variabel ini mengikuti penelitian dari Bin-Ghanem & Ariff (2016), yang menggunakan beberapa indikator penilaian. Dalam penelitian ini pengukuran tersebut dimodifikasi dengan menambahkan indikator keahlian keuangan. Beberapa indikator yang digunakan dalam penelitian ini adalah keahlian keuangan, independensi, dan aktivitas yang dilihat dari jumlah rapat.

Menurut Badolato *et al.* (2014) beberapa kriteria yang menjadi dasar seorang anggota dewan komisaris dinyatakan memiliki keahlian keuangan yaitu anggota yang memiliki pengalaman sebagai pegawai bank, analis, pegawai kantor simpan pinjam, manajer investasi, manajer keuangan, manajer aset, *treasurer*, direktur keuangan, manajer

keuangan, dan menteri keuangan. Keahlian keuangan diukur dengan melihat berapa anggota dewan komisaris yang memiliki keahlian keuangan. Skor 1 jika anggota dewan komisaris tidak ada yang ahli di bidang keuangan, skor 2 jika 1 anggota dewan komisaris yang memiliki keahlian keuangan, dan skor 3 jika memiliki lebih dari 1 anggota dewan komisaris yang ahli di bidang keuangan. Independensi diukur dengan melihat jumlah anggota komisaris independen. Skor 1 jika jumlah komisaris independen kurang dari 3 orang, skor 2 jika komisaris independen berjumlah 3 orang, dan skor 3 jika komisaris independen berjumlah lebih dari 3 orang. Untuk indikator aktivitas diukur dengan menggunakan jumlah rapat. Apabila dewan komisaris melakukan rapat kurang dari 4 kali setahun diberi skor 1, jika jumlah rapat antara 4 sampai 6 kali setahun skornya 2, dan diberi skor 3 apabila rapat yang dilakukan lebih dari 6 kali setahun. Total skor dari setiap karakteristik dijumlahkan kemudian dibagi dengan skor maksimum, sehingga pengukuran dalam bentuk rasio.

Efektivitas Komite Audit

Pengukuran efektivitas komite audit dilakukan dengan menggunakan skor efektivitas komite audit dari penelitian Bin-Ghanem dan Ariff (2016) melalui beberapa indikator penilaian. Ada tiga indikator yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu keahlian keuangan, ukuran, dan aktivitas yang dilihat dari jumlah rapat. Keahlian keuangan diukur dengan menghitung berapa jumlah anggota komite audit yang ahli di bidang keuangan. Skor 1 apabila tidak ada anggota komite audit yang ahli di bidang keuangan, skor 2 jika keahlian keuangan dimiliki oleh 1 anggota komite audit, dan apabila keahlian keuangan dimiliki oleh lebih dari 1 anggotakomite audit. Ukuran dilihat dari jumlah anggota komite audit. Skor 1 jika perusahaan tidak memiliki komite audit, skor 2 apabila total anggota komite audit ada 3 orang, dan skor 3 apabila jumlah komite audit lebih dari 3 orang. Untuk indikator aktivitas diukur dengan

menggunakan jumlah rapat. Apabila dalam setahun total rapat kurang dari 4 kali maka diberi skor 1, apabila jumlah rapat antara 4 sampai 6 kali setahun skornya 2, dan apabila lebih dari 6 kali setahun diberi skor 3. Total skor dari setiap karakteristik dijumlahkan kemudian dibagi dengan skor maksimum, sehingga pengukuran dalam bentuk rasio.

Variabel Kontrol

Penelitian ini memakai lima variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (*logaritma natural* dari total aset), rasio *leverage* (total hutang terhadap total aset), tingkat pertumbuhan penjualan (rasio pertumbuhan penjualan), rasio arus kas operasi (arus kas dari aktivitas operasi terhadap total aset), rasio aset tetap (aset tetap berwujud terhadap total aset) (Biddle *et al.*, 2009; Handayani, Siregar & Tresnaningsih, 2016; Chen *et al.*, 2017) dan kepemilikan keluarga (Diyanty *et al.*, 2012; Setiawan, Bandi, Phua & Trinugroho, 2016).

Model Penelitian

Persamaan regresi dalam penelitian ini mengacu pada penelitian Handayani *et al.* (2016) dan Chen *et al.* (2017).

$$INVU_{i,t+1} = \beta + \beta_1 Skor_DK_{i,t} + \beta_2 Skor_KA_{i,t} + \beta_3 KK_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

$$INVO_{i,t+1} = \beta + \beta_1 Skor_DK_{i,t} + \beta_2 Skor_KA_{i,t} + \beta_3 KK_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (3)$$

Keterangan: INVU: *Underinvestment*; INVO: *Overinvestment*; Skor_DK: Skor efektivitas dewan komisaris; Skor_K: Skor efektivitas komite audit; KK: Kepemilikan keluarga; SIZE: Ukuran perusahaan; LEV: Rasio *leverage*; GROWTH: Tingkat pertumbuhan penjualan; CFO: Rasio arus kas operasi; TANG: Rasio aset tetap.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Penelitian ini memakai data sekunder, yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di JII pada tahun 2008-2017

dengan jumlah perusahaan yang dijadikan sampel ada 51. Akan tetapi, berdasarkan kriteria sampel yang sudah ditetapkan, terdapat perusahaan yang memiliki data berbeda pada masing-masing tahun. Maka dari itu jumlah observasi yang digunakan berjumlah 209. Berdasarkan pada kondisi tersebut, maka penelitian ini menggunakan *unbalanced panel data*.

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami *underinvestment* sebanyak 131 atau 63% dari total perusahaan. Untuk perusahaan yang mengalami *overinvestment* yaitu sebanyak 78 atau 37% dari keseluruhan sampel. Hal itu mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan yang dijadikan sampel banyak yang mengalami masalah *underinvestment* daripada *overinvestment*.

Variabel *underinvestment* memiliki nilai rata-rata sebesar 3,6% dengan standar deviasi sebesar 1,9%. Untuk variabel *overinvestment* memiliki nilai rata-rata sebesar 4,2% dan standar deviasi sebesar 3,2%. Artinya, perusahaan baik dalam kondisi *underinvestment* maupun *overinvestment* memiliki tingkat investasi yang sangat rendah.

Variabel efektivitas dewan komisaris mempunyai rata-rata sebesar 62,4%. Berdasarkan nilai wajar dari skor *checklist* yaitu 60%, maka skor efektivitas dewan komisaris sudah efektif karena sudah melebihi nilai wajar dari skor *checklist* tersebut (Saputra dan Wardhani, 2017). Variabel efektivitas komite audit dengan nilai rata-rata 70,4% juga sudah efektif karena telah melebihi *nilai wajar* dari skor *checklist* sebesar 60% (Saputra dan Wardhani, 2017). Semua hasil tersebut dapat dilihat pada Tabel 1.

Hasil Pengujian Hipotesis

Nilai probabilitas dari hasil pengujian statistik t untuk pengaruh efektivitas dewan komisaris terhadap *underinvestment* sebesar 0,5903. Dikarenakan nilai probabilitasnya melebihi 0,05, maka H1a tidak terdukung. Artinya efektivitas dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan pada *underinvestment*. Untuk pengaruh efektivitas dewan komisaris

terhadap *overinvestment* menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0351 dengan koefisien sebesar -0,055272. Hasil analisis tersebut menunjukkan arah koefisien negatif dan signifikan pada tingkat 0,05. Oleh karena itu, H1b yang menyatakan efektivitas dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *overinvestment* didukung. Hasil penelitian ini secara umum sejalan dengan penelitian Biddle *et al.* (2009) yang menunjukkan bahwa keberadaan dewan komisaris berpengaruh terhadap *overinvestment* tetapi tidak berpengaruh terhadap *underinvestment*.

Riset ini menunjukkan bahwa keberadaan dewan komisaris dapat memberi pengaruh yang baik pada perusahaan di JII yang mengalami masalah *overinvestment*, di mana permasalahan tersebut dapat dikurangi sehingga kemungkinan kerugian yang akan ditanggung perusahaan juga berkurang dengan cara menahan agar perusahaan menurunkan tingkat investasi untuk sementara waktu (Biddle *et al.*, 2009). Akan tetapi, hal yang berbeda terjadi pada perusahaan yang mengalami masalah *underinvestment*, di mana adanya dewan komisaris tidak menunjukkan kinerja yang efektif sehingga tidak dapat memengaruhi masalah investasi yang sedang dihadapi perusahaan tersebut. Kinerja dewan komisaris yang tidak efektif pada perusahaan yang mengalami *underinvestment* dapat disebabkan karena keputusan investasi yang bernilai

sangat material atau dalam jumlah besar yang dapat dimintakan pertimbangan dari dewan komisaris (Saputra dan Wardhani, 2017). Padahal masalah utama dari perusahaan yang mengalami *underinvestment* adalah kecilnya kas yang dimiliki atau tingginya *leverage*, sehingga kemungkinan investasi yang dilakukan perusahaan relatif kecil atau tidak cukup material untuk disampaikan kepada dewan komisaris (Sari dan Suaryana, 2014). Alasan lain dari tidak berpengaruhnya efektivitas dewan komisaris terhadap *underinvestment* adalah pengukuran efektivitas dewan komisaris dengan menggunakan tiga indikator kemungkinan belum mencerminkan peran efektif dari dewan komisaris sehingga diperlukan indikator tambahan seperti lamanya dewan komisaris menjabat. Menurut Chen *et al.* (2005), lamanya seorang dewan komisaris menjabat dapat memberi pengaruh pada level keahlian yang dimiliki dewan komisaris.

Hasil pengujian statistik t pada Tabel 2 juga menunjukkan nilai probabilitas pengaruh efektivitas komite audit terhadap *underinvestment* lebih kecil dibanding 0,05, yaitu sebesar 0,0035. Selain itu, nilai koefisien variabel efektivitas komite audit diketahui bertanda negatif, yaitu sebesar -0,0219. Berdasarkan hasil tersebut maka H2a yang menyatakan efektivitas komite audit berpengaruh negatif terhadap *underinvestment* didukung. Hal itu memberikan dampak positif terhadap kenaikan tingkat in-

Tabel 1.
Statistik Deskriptif

	N	Mean	Median	Max	Min	SD
Dependen						
INVU	131	0,036	0,036	0,079	0,002	0,019
INVO	78	0,042	0,032	0,107	0,004	0,032
Independen						
Skor_DK	209	0,624	0,660	1,000	0,330	0,145
Skor_KA	209	0,704	0,660	1,000	0,330	0,119
Kontrol						
KK	209	0,593	1,000	1,000	0,000	0,492
SIZE	209	30,691	30,582	33,320	28,447	0,961
LEV	209	0,408	0,387	0,829	0,002	0,181
GROWTH	209	0,129	0,096	1,706	-0,436	0,247
CFO	209	0,138	0,110	0,521	0,001	0,110
TANG	209	0,287	0,251	1,312	0,0003	0,199

investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan dikarenakan penurunan masalah *underinvestment* yang dihadapi perusahaan. Nilai probabilitas pengaruh efektivitas komite audit terhadap *overinvestment* pada Tabel 2 menunjukkan angka yang lebih kecil dari 0,05, yaitu 0,0283. Selain itu, nilai koefisiennya diketahui bertanda positif, yaitu sebesar 0,062793. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H2b pada penelitian ini tidak didukung. Hal ini berarti efektivitas komite audit berpengaruh positif terhadap *overinvestment*.

Secara umum, hasil riset ini mendukung penelitian Biddle *et al.* (2009) yang memberikan bukti empiris bahwa

komite audit yang merupakan bagian dari *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap *underinvestment* dan berpengaruh positif terhadap *overinvestment*. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Zaman *et al.* (2011), Chen *et al.* (2013), Badolato *et al.* (2014), dan Saputra & Wardhani (2017) yang menemukan bahwa efektivitas kinerja dari komite audit memiliki pengaruh pada efektif atau tidaknya kegiatan investasi di sebuah perusahaan. Akan tetapi, hasil riset ini berbeda dengan Elaouda & Jarbouib (2017) yang menemukan bahwa adanya komite audit tidak dapat membantu perusahaan mengatasi masalah *overinvestment*. Di dalam se-

Tabel 2.
Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	N	Var. Ind.	Var. Dep.	Koef.	T hitung	Prob.	Keterangan
Model 1: $INVU_{i,t+1} = \beta + \beta_1 Skor_DK_{i,t} + \beta_2 Skor_KAI_{i,t} + \beta_3 KKI_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \epsilon_{i,t}$							
H1a (-)	131	Skor_DK	INVU	0,0046	0,5399	0,5903	Tidak terdukung
H2a (-)	131	Skor_KA	INVU	-0,0219	-2,9827	0,0035	Terdukung
Variabel Kontrol							
(+)	131	KK	INVU	-0,0026	-0,7508	0,4542	Tidak Berpengaruh
(-)	131	SIZE	INVU	-0,0009	-0,6316	0,5288	Tidak Berpengaruh
(+)	131	LEV	INVU	0,0055	0,5579	0,5780	Tidak Berpengaruh
(-)	131	GROWTH	INVU	0,0206	4,5664	0,0000	Berpengaruh (+)
(-)	131	CFO	INVU	-0,0659	-5,4082	0,0000	Berpengaruh (-)
(-)	131	TANG	INVU	-0,0397	-5,1422	0,0000	Berpengaruh (-)
R ²		0,306975		Adjusted R ²		0,261531	
F-statistic		6,754981		Prob(F-statistic)		0,000000	
Model 2: $INVO_{i,t+1} = \beta + \beta_1 Skor_DK_{i,t} + \beta_2 Skor_KAI_{i,t} + \beta_3 KKI_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \epsilon_{i,t}$							
H1b (-)	78	Skor_DK	INVO	-0,0553	-2,1492	0,0351	Terdukung
H2b (-)	78	Skor_KA	INVO	0,0628	2,24031	0,0283	Tidak Terdukung
Variabel Kontrol							
(+)	78	KK	INVO	-0,0052	-0,5903	0,5569	Tidak Berpengaruh
(-)	78	SIZE	INVO	-0,0056	-1,1271	0,2636	Tidak Berpengaruh
(+)	78	LEV	INVO	0,0372	2,8463	0,0058	Berpengaruh (+)
(-)	78	GROWTH	INVO	0,0189	1,4184	0,1606	Tidak Berpengaruh
(-)	78	CFO	INVO	-0,0102	-0,3877	0,6995	Tidak Berpengaruh
(-)	78	TANG	INVO	0,0501	3,6373	0,0005	Berpengaruh (+)
R ²	78	0,212216		Adjusted R ²		0,120879	
F-statistic	78	2,323435		Prob(F-statistic)		0,028567	

buah perusahaan, tugas komite audit berhubungan langsung dengan pengelolaan keuangan yang dapat dilihat pada hasil laporan keuangan yang dibuat (Beasley *et al.*, 2009; Badolato *et al.*, 2014, Saputra & Wardhani, 2017). Salah satu tugasnya adalah melakukan pengawasan terhadap aktivitas pelaksanaan manajemen risiko pada bidang keuangan terutama dalam kegiatan investasi (Harmono, 2009). Berdasarkan hasil penelitian ini, diketahui bahwa efektivitas komite audit memiliki nilai rata-rata 70,4% yang berarti efektif karena sudah melebihi nilai wajar dari skor *checklist* sebesar 60%. Hal ini dapat diartikan bahwa secara rata-rata indikator untuk mengukur efektivitas komite audit sudah baik. Akan tetapi, arah yang positif dari pengaruh efektivitas komite audit terhadap *overinvestment* tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Hal tersebut kemungkinan terjadi karena keahlian keuangan yang menjadi salah satu indikator dari efektivitas komite audit rendah, yaitu dengan rata-rata 1,8. Nilai tersebut berarti masih banyak anggota komite audit pada perusahaan di JII yang tidak memiliki keahlian keuangan. Hal tersebut kemungkinan dapat menyebabkan kesalahan alokasi atau investasi yang tidak efisien di sebuah perusahaan (Saputra dan Wardhani, 2017).

Pengujian variabel kontrol memberikan hasil bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap *underinvestment* dan *overinvestment*. Kemudian, variabel tingkat pertumbuhan perusahaan memengaruhi *underinvestment* secara positif. Hasil ini mendukung penelitian dari Chen *et al.* (2017). Hasil ini mengindikasikan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi menyebabkan masalah *underinvestment* yang semakin besar. Di sisi lain, variabel rasio arus kas operasi dan rasio aset tetap berpengaruh negatif terhadap *underinvestment*. Selain itu, untuk hasil pengujian dari pengaruh variabel kontrol terhadap *overinvestment* menunjukkan bahwa rasio *leverage* dan rasio aset tetap memiliki pengaruh positif terhadap *overinvestment*. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Handayani *et al.* (2016) yang memberikan bukti bahwa

rasio *leverage* dan rasio aset tetap yang semakin tinggi dapat menyebabkan masalah *overinvestment* yang dihadapi perusahaan juga semakin besar.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan pengaruh efektivitas dewan komisaris dan efektivitas komite audit terhadap efisiensi investasi. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di JII tahun 2008 sampai 2017 sebanyak 209 observasi. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa efektivitas dewan komisaris hanya berpengaruh signifikan terhadap *overinvestment* perusahaan. Selain itu, efektivitas komite audit memiliki pengaruh yang tidak konsisten terhadap inefisiensi investasi perusahaan. Artinya pada satu sisi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underinvestment*, namun di sisi yang lain memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *overinvestment*. Hasil penelitian ini memberikan gambaran tentang peran penting dewan komisaris dan komite audit dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan. Dewan komisaris dan komite audit berperan untuk meningkatkan pengawasan manajerial dan sebagai bagian dari mekanisme tata kelola yang penting dalam memastikan efisiensi investasi perusahaan.

KETERBATASAN DAN SARAN

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Pertama, masih terdapat beberapa indikator penilaian efektivitas dewan komisaris dan komite audit yang belum dipertimbangkan dalam penelitian ini. Kedua, penelitian belum memisahkan jenis industri perusahaan yang diteliti.

Berdasarkan pada keterbatasan tersebut, maka penelitian selanjutnya dapat menambahkan beberapa indikator dalam mengukur efektivitas dewan komisaris dan komite audit seperti latar belakang pendidikan dan pengalaman internasional (Binghanem & Ariff 2016). Selain itu, penelitian selanjutnya dapat memisahkan industri dari perusahaan yang diteliti. Menurut Biddle *et al.* (2009) setiap industri memiliki

kecenderungan yang berbeda dalam *under-investment* atau *overinvestment*.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Suhaibani, M., & Naifar, N. (2014). Islamic corporate governance: Risk-sharing and islamic preferred shares. *Journal of Business Ethics*, 124(4), 623-632.
- Aryani, Y.A., Rahmawati, I.P., & Setiawan, D. (2018). Apakah struktur dewan komisaris berpengaruh terhadap kinerja perusahaan? *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 8(3), 597-613.
- Badolato, P., Donelson, D.C., & Ege, M. (2014). Audit committee financial expertise and earnings management: The role of status. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2), 208-230.
- Beasley, M.S., Carcello, J.V., Hermanson, D.R., & Neal, T.L. (2009). The audit committee oversight process. *Contemporary Accounting Research*, 26(1), 65-122.
- Biddle, G.C., Hilary, G., & Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Bin-Ghanem, H. & Ariff, A.M. (2016), The effect of board of directors and audit committee effectiveness on internet financial reporting: Evidence from gulf co-operation council countries. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 6(4), 429-448.
- Bukair, A.A., & Rahman, A.A. (2015). Bank performance and board of directors attributes by islamic banks. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(3), 291-309.
- Butar, S.B. (2015). Dampak kualitas laporan keuangan, regulasi pengendalian internal dan keterbatasan keuangan terhadap inefisiensi investasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 17(1), 57-70.
- Bzeouich, B., Lakhel, F. & Dammak, N. (2019). Earnings management and corporate investment efficiency: Does the board of directors matter?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(4), 650-670.
- Chen, F., Hope, O., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- Chen, H.-L., & Hsu, W.-T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family Business Review*, 22(4), 347-362.
- Chen, L., Liu, C., & Wang, G. (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*, 445-449.
- Chen, N., Sung, H., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese Listed Firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282.
- Diyanty, V., Fatima, E., & Syahroza, A. (2017). Pengaruh kepemilikan dan kepemimpinan keluarga serta efektifitas pengawasan dekom terhadap kualitas audit. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 2 (2), 203-223.
- Dwiharyadi, A. (2017). Pengaruh keahlian akuntansi dan keuangan komite audit dan dewan komisaris terhadap manajemen laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 14(1), 75-93.
- Elaouda, A., & Jarbouib, A. (2017). Auditor specialization, accounting information quality, and investment efficiency. *Research in International Business and Finance*, 42, 616-629.
- Gomariz, M.F., & Ballesta, J.P. (2014). Financial reporting quality, debt maturity, and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40, 494-506.
- Grassa, R. (2018). Deposits structure, ownership concentration and corporate governance disclosure in GCC Islamic Banks: Empirical evidence. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 9(4), 1-26.
- Handayani, U.T., Siregar, S.V., & Tresnaningsih, E. (2016). Kualitas pelaporan keuangan, mekanisme governance, dan efisiensi investasi. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 7(2), 270-287.
- Harmono. (2009). *Manajemen keuangan*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Hartono, J. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi Kesepuluh). Jogjakarta: BPFE.

- Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decision. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Hodgson, T.M., Breban, S.J., Ford, C.L., Streatfield, M., & Urwin, R.C. (2000). The concept of investment efficiency and its application to investment management structures. *British Actuarial Journal*, 6(3), 451-545.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jin, X., & Yu, J. (2016). Government governance, executive networks and corporate investment efficiency. *China Finance Review International*, 8 (2), 122-139.
- KNKG. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance
- KNKG. (2011). *Pedoman Good Governance Bisnis Syariah*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Liao, X., & Liu, Y. (2014). Local fiscal distress and investment efficiency of local SOEs. *China Journal of Accounting Research*, 7(2), 119-147.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 55 /POJK.04/2015. *Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit*. Otoritas Jasa Keuangan. Jakarta.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014. *Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik*. Otoritas Jasa Keuangan. Jakarta.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 73 /POJK.05/2016. *Tata Kelola Perusahaan Yang Baik Bagi Perusahaan Perasuransian*. Otoritas Jasa Keuangan. Jakarta.
- Purba, I.A., & Suaryana, I.G. (2018). Kualitas laporan keuangan, asimetri informasi, dan efisiensi investasi pada perusahaan pertambangan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 13(1), 42-53.
- Rahmat, M.M., Iskandar, T.M., & Saleh, N.M. (2009). Audit committee characteristics in financially distressed and non-distressed companies. *Managerial Auditing Journal*, 24 (7), 624-638.
- 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 and Finance*, 11(4), 111-118.
- Samad, F.A. (2015). Corporate governance and ownership structure in The Malaysian Corporate Sector. *Advances in Financial Economics*, 9, 355-385.
- Saputra, A.A., & Wardhani, R. (2017). Pengaruh efektivitas dewan komisaris, komite audit, dan kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 21(1), 24-36.
- Sari, L.I., & Suaryana, I.G. (2014). Pengaruh kualitas laporan keuangan pada efisiensi investasi perusahaan pertambangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 8 (3), 524-537.
- Setiawan, D., Bandi, B., Phua, L.K., & Trinugroho, I. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 230-252.
- Siallagan, H., & Machfoedz, M. (2006). *Mekanisme corporate governance, kualitas laba dan nilai perusahaan*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi 9, 1 -23.
- Song, S., Hoof, H.B., & Park, S. (2017). The impact of board composition on firm performance in the restaurant industry: A stewardship theory perspective. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 29(8), 2121-2138.
- Umiyati, I. (2017). Financial reporting quality, information asymmetry and investment efficiency. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 17(1), 39-53.
- Verdi, R.S. (2006). *Financial reporting quality and investment efficiency* (September 9, 2006).
- Wajeetongratana, P., Sriyakul, T., & Jermisittiparsert, K. (2019). *Financial effectiveness, investment efficiency, and quality of financial reporting: Evidence from ASEAN states*. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 8 (8), 334, 350.
- Wu, X., & Li, H. (2015). Board independence and the quality of board monitoring: evidence from China. *International Journal of Managerial Finance*, 11(3), 308-328.
- Zaman, M., Hudaib, M., & Haniffa, R. (2011). Corporate governance quali-

ty, audit fees and non-audit services fees. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1-2), 165-197.

Zhang, Y., Zhou, J., & Zhou, N. (2007). Audit committee quality, auditor independence, and internal control weaknesses. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(2007), 300-327.