

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI INVESTASI YANG EFISIEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2017- 2019

Desinta Natalia Siregar, Tri Jatmiko Wahyu Prabowo¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of financial reporting quality, debt maturity, conservatism, board of commissioners effectiveness, audit committee effectiveness, and institutional ownership on investment efficiency. The population of this study were the manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange in the period of 2017-2019. Based on the purposive sampling method, the final sample obtained 327 data. Multiple linear regression was used to test the hypothesis in this study.

The study reveals that financial reporting quality and conservatism have a significant effect on investment efficiency, whereas debt maturity have a negative and significant effect on investment efficiency. In addition, the effectiveness of the board of commissioners, the effectiveness of the audit committee, and institutional ownership have no effect on investment efficiency.

Keywords: Investment efficiency, financial reporting quality, short-term debt, board of commissioners effectiveness, audit committee effectiveness, and institutional ownership

PENDAHULUAN

Berdasarkan indeks tendensi bisnis tahunan Indonesia pada tahun 2017 sampai tahun 2019, dapat diketahui bahwa kondisi bisnis di Indonesia mengalami peningkatan. Kondisi bisnis yang meningkat dapat terjadi karena perusahaan berupaya untuk meningkatkan kapasitas usahanya. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk meningkatkan kapasitas usaha perusahaan, salah satunya adalah dengan melakukan investasi. Investasi bisa dipahami sebagai komitmen sejumlah dana oleh suatu entitas yang bertujuan untuk mendapatkan manfaat di masa depan. Sukirno (2006) mendefinisikan investasi sebagai pengeluaran oleh investor atau pelaku usaha dalam pembelian barang modal dan peralatan produksi agar produksi barang dan jasa yang tersedia dalam perekonomian memiliki kapasitas yang semakin besar.

Dalam melakukan investasi, perusahaan perlu memilih peluang-peluang investasi yang ada secara tepat. Perusahaan juga harus merancang dan mempergunakan sumber daya dengan benar, dengan demikian investasi yang efisien bisa dicapai. Investasi yang efisien adalah pelaksanaan investasi yang sesuai dengan harapan perusahaan (Harto dan Rahmawati, 2014). Biddle et al. (2009) mengungkapkan bahwa perusahaan telah mencapai investasi yang efisien jika tidak menjalankan proyek investasi dengan NPV (*net present value*) negatif dan tidak melewatkan proyek investasi dengan NPV positif, dengan syarat tidak ada *adverse selection*. Ketika perusahaan dapat berinvestasi secara optimal, maka perusahaan dapat menghindari *underinvestment* dan *overinvestment*. *Underinvestment* ialah suatu kondisi ketika perusahaan berinvestasi di bawah

¹ Corresponding author

tingkat investasi yang optimum, sementara *overinvestment* merupakan keadaan ketika perusahaan melakukan investasi di atas tingkat investasi yang optimum.

Berdasarkan teori keagenan, kondisi *overinvestment* dan *underinvestment* bisa diuraikan dengan adanya informasi asimetri di antara para pihak yang memiliki kepentingan. Informasi asimetri adalah situasi ketika pemegang saham tidak mempunyai akses informasi tentang prospek perusahaan, sementara manajer memiliki akses tersebut. Masalah informasi asimetri dapat menyebabkan *moral hazard* dan *adverse selection* (Myers dan Majluf, 1984). Kemungkinan terburuk yang dapat timbul akibat informasi asimetri adalah manajer dengan mudah dapat melakukan manipulasi terhadap laporan keuangan perusahaan tanpa diketahui pemegang saham, untuk mencapai tujuan pribadi manajer. Manipulasi laporan keuangan mengakibatkan buruknya kualitas informasi keuangan perusahaan, sehingga dapat menyebabkan kesalahan ketika membuat keputusan. Salah satunya yaitu kesalahan dalam membuat keputusan investasi, yang berdampak pada inefisiensi investasi. Masalah informasi asimetri ini perlu diatasi karena dapat menyebabkan kerugian bagi banyak pihak, terutama pemegang saham.

Penelitian terdahulu memperoleh hasil bahwasanya dengan meningkatkan kualitas pelaporan keuangan perusahaan, informasi asimetri dapat dikurangi (Bushman dan Smith, 2001; Healy dan Palepu, 2001). Ballesta dan Gomariz (2013) berpendapat bahwasanya apabila laporan keuangan yang dipublikasikan dikategorikan berkualitas baik maka akan pengawasan yang dilakukan juga baik sehingga manajer bisa lebih bertanggung jawab. Penelitian sebelumnya oleh Biddle dan Hillary (2006); McNichols dan Stubben (2008); Biddle et al. (2008); Chen et al. (2011) telah membuktikan bahwa laporan keuangan yang berkualitas tinggi akan meningkatkan efisien investasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Berger dan Udell (1998); Ortiz-Molina dan Penas (2008) mengusulkan bahwasanya penggunaan utang jangka pendek membantu mengatasi masalah informasi asimetri: menurut sudut pandang debitur, dengan menggunakan utang jangka pendek bisa menjadi sebuah sinyal bagi perusahaan bahwa mereka merupakan perusahaan yang baik, sehingga bisa mendapatkan suku bunga yang lebih baik jika memperpanjang utang. Sedangkan berdasarkan sudut pandang pemberi pinjaman, pengendalian dan pengawasan manajer berjalan dengan baik ketika menggunakan jatuh tempo yang lebih pendek (Diamond, 1991). Myers (1977) berpendapat bahwa penggunaan utang jangka pendek dapat mengatasi masalah *underinvestment*.

Informasi asimetri dapat juga diatasi dengan menerapkan konservatisme. Konservatisme laporan keuangan adalah suatu prosedur tata kelola yang dapat mengurangi peluang manajer untuk memanipulasi dan melebih-lebihkan kinerja keuangan perusahaan, sekaligus menjadikan nilai perusahaan dan arus kas semakin tinggi (LaFond dan Watts, 2008). Menurut Basu (1997) konservatisme dalam akuntansi merupakan tindakan mengakui beban lebih cepat ketika menerima *bad news* dan lebih lambat dalam mengakui laba ketika menerima *good news*. Lara et al. (2016) berpendapat bahwasanya melalui penerapan konservatisme, kerugian investasi akibat keputusan buruk yang diambil akan secepat mungkin dapat diketahui. Jika manajer berinvestasi dalam proyek-proyek yang merugikan, pemegang saham tentu langsung mengetahuinya, sehingga kemampuan manajer dapat dinilai buruk, oleh sebab itu, penerapan konservatisme akan mengurangi investasi yang tidak efisien.

Penelitian terdahulu oleh Biddle et al. (2009); Chen et al. (2013); Salami (2011) menyimpulkan bahwa mekanisme tata kelola dan efisiensi investasi memiliki pengaruh positif. Dalam mekanisme manajemen perusahaan yang baik (GCG), dewan komisaris dan komite audi mempunyai peran penting untuk mencapai investasi yang efisien. Peran aktif dewan komisaris bisa diketahui dari karakteristiknya, antara lain: *size*, *independence*, struktur manajemen, dan kinerja dewan, yang memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan (Chen et al., 2013). Efektivitas dewan komisaris dalam menjalankan perannya akan membantu mengurangi konflik

kepentingan di antara pemegang saham dan manajer, sehingga manajer akan mengambil keputusan investasi yang tepat demi tercapainya investasi yang efisien.

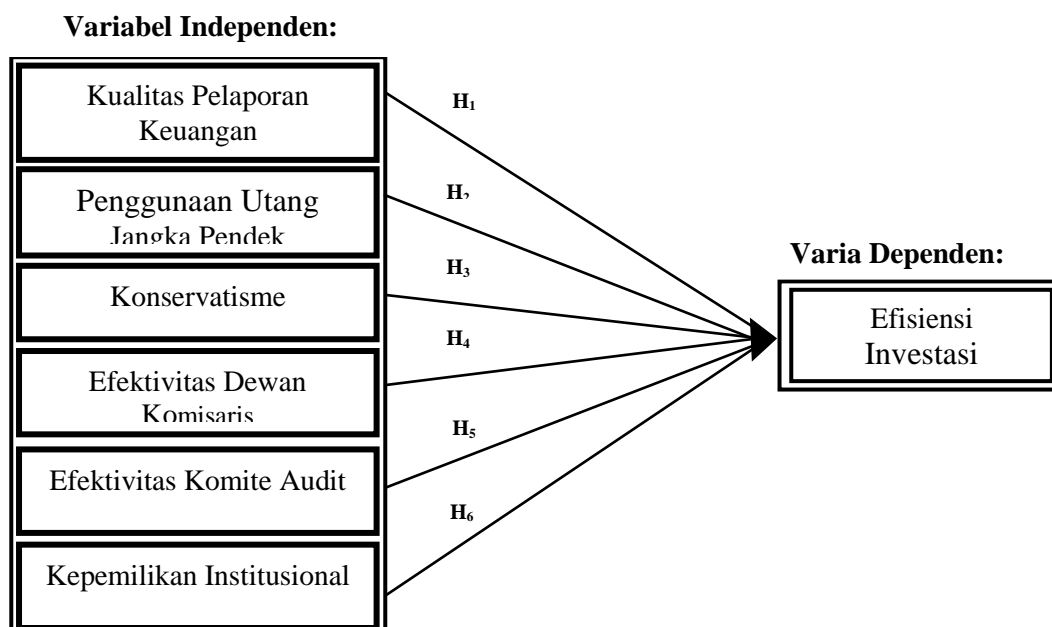
Penelitian lain menerangkan bahwa ditemukan pengaruh yang positif dari efektivitas komite audit terhadap efisiensi investasi perusahaan (Chen et al., 2013). Memang peran komite audit dalam pengendalian internal perusahaan dapat menurunkan informasi asimetri di antara manajer dan pemegang saham (Bushman dan Smith, 2001; Healy dan Palepu, 2001; Adams dan Ferreira, 2007). Fungsi dari komite audit terkait erat dengan mekanisme pelaporan keuangan perusahaan yaitu bertanggung jawab dan bertugas untuk menjamin berjalannya pengendalian internal perusahaan agar pemegang saham menerima laporan keuangan yang wajar. Kompetensi komite audit di bidang keuangan bisa mendukung perusahaan ketika menetapkan keputusan terkait investasi, sehingga perusahaan bisa mengalokasikan sumberdaya dengan tepat.

Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwasanya peran penting dari kepemilikan institusional ialah membantu mengurangi konflik keagenan di antara manajer dan pemegang saham. Kelebihan dari kepemilikan institusional ialah adanya kontrol secara konstan dan profesional terhadap investasi, sehingga kemungkinan manajemen perusahaan bertindak curang bisa dikurangi (Murwaningsari, 2009). Terdapat sumber daya profesional yang dimiliki investor institusional yang dapat membantu mendeteksi masalah perusahaan secara dini (Holland, 1998). Keberadaan investor institusional dapat dijadikan salah satu sistem kontrol yang efisien untuk semua keputusan manajer, sehingga kepemilikan institusional dalam perusahaan diharapkan mampu meningkatkan investasi yang efisien.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori agensi merupakan teori yang melandasi penelitian ini. Teori agensi ialah teori yang mengungkapkan mengenai keberadaan dua individu (Breda dan Hendriksen, 2001). Jensen dan Meckling, (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (*principal*) menyertakan orang lain (*agen*) untuk melakukan layanan atas nama *principal*, dengan cara mendelegasikan kewenangan dalam mengambil keputusan kepada *agen*. Hubungan keagenan tersebut dapat menimbulkan konflik kepentingan dan informasi asimetri yaitu *adverse selection* dan *moral hazard*. Informasi asimetri dapat mempengaruhi efisiensi investasi, karena dapat menyebabkan manajer mengambil keputusan investasi yang tidak tepat, sehingga menyebabkan *overinvestment* ataupun *underinvestment*, oleh sebab itu, informasi asimetri harus dikurangi supaya perusahaan dapat mencapai efisiensi investasi.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan terhadap Efisiensi Investasi

Informasi asimetri dapat menjadi faktor yang mengakibatkan investasi perusahaan menyimpang dari yang diharapkan oleh perusahaan. Beberapa peneliti sebelumnya menyatakan bahwa informasi asimetri dapat dikurangi dengan peningkatan kualitas pelaporan keuangan (Healy dan Palepu, 2001; Bushman dan Smith, 2001). Semakin tinggi kualitas pelaporan keuangan akan semakin bermanfaat dalam penetapan keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer melalui identifikasi proyek yang tepat dan menyajikan angka-angka akuntansi yang benar, yang berguna ketika membuat keputusan internal, termasuk keputusan investasi (Bushman dan Smith, 2001; McNichols dan Stubben, 2008). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dapat dirumuskan, yaitu:

H₁: Kualitas pelaporan keuangan berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi

Pengaruh Penggunaan Utang Jangka Pendek terhadap Efisiensi Investasi

Keberadaan utang memiliki peran untuk menekan keleluasaan manajer sekaligus mengawasi keputusan investasi yang diambil manajer (Myers, 1977; Jensen, 1986). Menurut Flannery (1986), berdasarkan sudut pandang peminjam, penggunaan utang jangka pendek dapat menjadi sebuah sinyal bagi perusahaan bahwa mereka termasuk perusahaan yang baik sehingga bisa mendapatkan suku bunga yang lebih baik jika memperpanjang utang. Sedangkan berdasarkan perspektif kreditor, Diamond (1991) mengatakan bahwa pengendalian dan pengawasan manajer berjalan dengan baik ketika menggunakan utang jangka pendek. Berkaitan dengan efisiensi investasi, jatuh tempo utang berguna dalam mengatasi *overinvestment* dan *underinvestment*. Kapan saja terdapat proyek investasi yang memiliki NPV positif, utang jangka pendek yang dimiliki perusahaan dapat digunakan untuk mendanai proyek tersebut. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka berikut hipotesis yang dapat dirumuskan, yaitu:

H₂: Penggunaan utang jangka pendek berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi

Pengaruh Konservatisme terhadap Efisiensi Investasi

Konservatisme memungkinkan pemangku kepentingan perusahaan untuk mendisiplinkan manajer, dan mendorong manajer untuk menghindari proyek berisiko tinggi dan memilih proyek dengan lebih bijaksana (Roychowdhury, 2010; Bushman et al., 2011). Laporan keuangan yang konservatif, mampu memberi sinyal bahwa manajer kemungkinan akan terlibat dalam proyek berisiko rendah, dengan NPV yang positif, sehingga keputusan investasi yang dilakukan adalah keputusan yang tepat. Penelitian Garcia-Lara et al. (2010) membuktikan bahwa permasalahan *overinvestment* maupun *underinvestment*, dapat diatasi melalui penerapan konservatisme, dikarenakan konservatisme lebih cepat dalam menilai kerugian daripada keuntungan, sehingga keputusan investasi yang tidak menghasilkan *return* akan segera diketahui. Berdasarkan uraian tersebut, maka berikut hipotesis yang dapat dirumuskan:

H₃: Konservatisme berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi

Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris terhadap Efisiensi Investasi

Platt dan Platt (2012) mengatakan bahwa tingkat kesuksesan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya terutama dipengaruhi oleh kompetensi, independensi, komposisi, aktivitas, serta ukuran dari dewan komisaris. Dewan komisaris berperan mengawasi perusahaan, juga untuk melayani manajemen perusahaan supaya tata kelola perusahaan dapat berjalan dengan efisien. Termasuk dalam hal pengelolaan investasi perusahaan, pengawasan yang diberikan dewan komisaris dapat mengurangi aktivitas manajer yang mungkin membuat perusahaan dirugikan, dengan demikian perusahaan dapat melakukan investasi yang efisien. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

H₄: Efektivitas dewan komisaris berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan

Pengaruh Efektivitas Komite Audit terhadap Efisiensi Investasi

Peran komite audit dalam pengendalian internal perusahaan membantu mengurangi informasi asimetri di antara pemegang saham dan manajer (Healy dan Palepu, 2001; Bushman dan Smith, 2001; Adams dan Ferreira, 2007). Penelitian Chen et al. (2013) menunjukkan bahwa efektivitas komite audit mempengaruhi tingkat efisiensi investasi suatu perusahaan. Komite audit termasuk salah satu unsur utama dalam *good corporate governance*, yang berkewajiban meninjau dan mengaudit laporan keuangan perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa kehadiran komite audit bisa meningkatkan kualitas laporan keuangan suatu perusahaan, sehingga ketika memilih proyek investasi, manajer dapat membuat keputusan yang tepat, berdasarkan fakta yang tercermin dalam laporan keuangan, dengan demikian perusahaan dapat mencapai investasi yang efisien. Berdasarkan uraian tersebut, berikut hipotesis yang dapat dirumuskan:

H₅: Efektivitas komite audit berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Efisiensi Investasi

Kepemilikan institusional dapat membantu mengurangi dampak informasi asimetri. Kepemilikan institusional dapat meningkatkan pengendalian yang lebih efisien terhadap kinerja manajemen, sebab institusi adalah profesional yang mempunyai kompetensi yang memadai dalam menilai kinerja perusahaan melalui laporan keuangannya (Moh'd et al., 1998). Garcia et al (2010) dalam penelitiannya mengatakan bahwa kepemilikan institusional mempengaruhi efisiensi investasi perusahaan. Laporan keuangan yang diawasi oleh institusi, dimungkinkan untuk mempengaruhi perilaku manajer agar selalu berhati-hati dalam memberdayakan sumber daya perusahaan dan tidak mengambil keputusan yang sewenang-wenang, dengan begitu manajer akan berupaya untuk mencapai investasi yang efisien, sesuai dengan harapan pemegang saham. Berdasarkan uraian tersebut, berikut hipotesis yang dapat dirumuskan, yaitu:

H₆: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen penelitian ini adalah efisiensi investasi. Berikut adalah model untuk mengukur efisiensi investasi:

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sales\ Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

$Investment_{i,t}$ = total investasi perusahaan i pada tahun t, diukur dari kenaikan aktiva tetap berwujud dan tidak berwujud dibagi dengan *lagged total asset*.

$Sales\ Growth_{i,t}$ = tingkat perubahan penjualan perusahaan i dari t-2 hingga t-1.

Variabel efisiensi investasi dalam penelitian ini akan dijadikan sebagai nilai absolut dari residual dikalikan -1, sehingga nilai yang lebih besar menunjukkan efisiensi investasi yang lebih tinggi.

Variabel independen kualitas pelaporan keuangan diukur dengan mempergunakan model yang dikembangkan oleh Dechow dan Dichev (2002). Model yang dimaksud yaitu:

$$WCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

$WCA_{i,t}$ = *working capital accruals*, dihitung sebagai perubahan aktiva jangka panjang, dikurangi perubahan utang jangka pendek, ditambah perubahan pinjaman bank jangka pendek.

$CFO_{i,t-1}$ = arus kas dari aktivitas operasi tahun sebelumnya, dihitung dari selisih antara laba bersih sebelum pos luar biasa dan total akrual. Total akrual dihitung menggunakan perubahan aset jangka panjang dikurangi perubahan kewajiban jangka pendek ditambah perubahan pinjaman bank jangka pendek, dikurangi dengan penyusutan.

Kemudian variabel-variabel yang telah disebutkan dibagi dengan *lagged total asset*. Residual dari model ini, merepresentasikan variasi *working capital accruals* yang tidak diperhitungkan arus kas tahun berjalan dan periode yang berdekatan. Proksi pengukuran kualitas pelaporan keuangan akan menjadi nilai absolut dari residual dikalikan -1, sehingga nilai yang lebih besar berarti menyiratkan kualitas pelaporan keuangan yang lebih tinggi.

Variabel independen penggunaan utang jangka pendek (STDebt) diukur dengan menggunakan rasio kewajiban lancar dibagi dengan total kewajiban. Kewajiban lancar diukur dari jumlah kewajiban yang memiliki jatuh tempo kurang dari satu tahun.

Variabel independen konservatisme, diukur menggunakan konservatisme berbasis akrual yang merujuk pada pengukuran yang diterapkan dalam penelitian Givoly dan Hyan (2000) yang dihitung dengan cara berikut ini:

$$CON - ACC = \frac{\text{laba sebelum item luar biasa} + \text{penyusutan} - \text{ arus kas dari aktivitas operasi}}{\text{rata - rata total aset}}$$

Hasil pengukuran konservatisme dikalikan dengan -1, sehingga jika nilai hasil pengukuran semakin tinggi maka dapat diartikan bahwasanya semakin konservatif perusahaan dalam pelaporan keuangannya.

Variabel independen efektivitas dewan komisaris, diukur menggunakan kriteria *checklist* yang diusulkan oleh Hermawan (2009).

Good : semua kriteria dapat dipenuhi sehingga nilainya 3.

Fair : hanya beberapa kriteria yang dapat dipenuhi sehingga nilainya 2.

Poor : tidak ada kriteria yang dapat dipenuhi sehingga nilainya 1.

Berikut perhitungan yang dipergunakan, yaitu:

1. Pengukuran *activity* dilakukan melalui pengamatan terhadap jumlah pertemuan dan persentase presensi dewan komisaris. Diberi nilai *poor* atau 1 apabila dalam satu tahun, rapat dewan berjumlah kurang dari 4 kali, dan apabila tingkat presensi dewan kurang dari 70% atau tidak ada keterangan, diberi nilai *fair* atau 2 apabila dalam satu tahun, rapat dewan berjumlah antara 4 hingga 6 kali, dan apabila tingkat presensi dewan antara 70% hingga 80%, dan diberi nilai *good* atau 3 apabila jumlah pertemuan dewan komisaris lebih dari 6 kali dalam setahun dan apabila tingkat presensi dewan > 80%.
2. Pengukuran *size* dilakukan melalui penghitungan jumlah dewan komisaris. Diberi nilai *poor* atau 1 apabila jumlah dewan < 5 anggota atau >16 anggota atau tidak ada keterangan, diberi nilai *fair* atau 2 apabila jumlah dewan antara 11 hingga 15, dan diberi nilai *good* atau 3 apabila jumlah dewan antara 5 hingga 10.
3. Pengukuran *independence* dilakukan melalui penggunaan jumlah total komisaris independen. Diberi nilai *poor* atau 1 apabila komisaris independen berjumlah < 30% atau tidak ada keterangan, diberi nilai *fair* atau 2 apabila komisaris independen berjumlah sekitar 30% sampai 50%, dan diberi nilai *good* atau 3 apabila komisaris independen berjumlah > 50%.
4. Pengukuran *competence* dilakukan dengan cara menilai lama masa menjabat dewan komisaris independen. Diberi nilai *poor* atau 1 apabila masa menjabat komisaris independen > 10 tahun atau tidak ada keterangan, diberi nilai *fair* atau 2 apabila masa menjabat komisaris independen

sekitar 5 hingga 10 tahun, dan diberi nilai *good* atau 3 apabila masa menjabat komisaris independen < 5 tahun.

Variabel independen efektivitas komite audit, juga mempergunakan kriteria *checklist* yang diusulkan oleh Hermawan (2009).

Good : semua kriteria terpenuhi dapat dipenuhi sehingga nilainya 3.

Fair : hanya beberapa kriteria yang dapat dipenuhi sehingga nilainya 2.

Poor : tidak ada kriteria yang terpenuhi sehingga nilainya 1.

Perhitungannya adalah sebagai berikut:

1. *Activity*, diukur dengan cara melihat jumlah pertemuan selama satu tahun. Informasi frekuensi rapat komite audit diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Diberi nilai *poor* atau 1 apabila rapat komite audit berjumlah < 4 kali selama satu tahun dan apabila persentase presensi komite audit < 70% atau tidak ada keterangan, diberi nilai *fair* atau 2 apabila pertemuan komite audit berjumlah sekitar 4 hingga 6 kali selama setahun dan apabila jumlah presensi komite audit sekitar 70% hingga 80%, dan diberi nilai *good* atau 3 apabila rapat komite audit berjumlah > 6 kali selama satu tahun dan apabila jumlah kehadiran dewan > 80%.
2. Pengukuran *Size* dilakukan melalui penggunaan jumlah komite audit perusahaan yang bisa didapatkan dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Diberi nilai *poor* atau 1 apabila tidak ada komite audit dalam perusahaan atau tidak ada keterangan, diberi nilai *fair* atau 2 apabila komite audit berisikan 3 anggota, dan diberi nilai *good* atau 3 apabila jumlah komite audit > 3 anggota.
3. *Competence*, diukur melalui penghitungan jumlah komite audit yang memiliki keahlian akuntansi dan sektor keuangan. Diberi nilai *poor* atau 1 apabila tidak ada di antara komite audit yang ahli dalam akuntansi dan sektor keuangan atau tidak ada keterangan, diberi nilai *fair* atau 2 apabila ada 1 anggota komite audit yang ahli dalam akuntansi dan sektor finansial, dan diberi nilai *good* atau 3 apabila terdapat lebih dari 1 komite audit yang ahli dalam akuntansi dan sektor finansial.

Variabel independen kepemilikan institusional, diukur dengan rumus seperti berikut:

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{jumlah saham institusi}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah industri sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2019. Penentuan sampel penelitian dilakukan melalui metode *purposive sampling* dimana sampel ditentukan menurut kriteria tertentu untuk memperoleh sampel yang *representative*.

Berdasarkan metode tersebut, kriteria sampel yang digunakan, yakni:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada kurun waktu 2017-2019 secara berturut-turut
2. Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit di kurun waktu 2017-2019
3. Perusahaan manufaktur yang memakai mata uang Indonesia pada laporan keuangannya
4. Perusahaan yang mempunyai data lengkap yang dibutuhkan dalam penelitian.

Metode Analisis

Seluruh hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan regresi linier berganda. Persamaan untuk regresi tersebut adalah sebagai berikut:

$$\text{InvEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \text{STDebt}_{i,t} + \beta_3 \text{CONS_ACC}_{i,t} + \beta_4 \text{BSCORE}_{i,t} + \beta_5 \text{ACSCORE}_{i,t} + \beta_6 \text{INSOWN}_{i,t} + \varepsilon$$

Keterangan:

FRQ	: Kualitas pelaporan keuangan yang diprosikan mempergunakan model Dechow dan Dichev (2002)
STDebt	: Rasio kewajiban jangka pendek terhadap total utang
CONN_ACC	: Konservatisme perusahaan i pada tahun t
BSCORE	: Skoring efektivitas dewan komisaris perusahaan i dalam periode t
ACSCORE	: Skoring efektivitas komite audit perusahaan i dalam periode t
INSOWN	: Persentase kepemilikan saham investor institusional perusahaan i dalam periode t
β_0	: Konstanta
$\beta_1 - \beta_6$: Koefisien regresi
ε	: Residual / error
it	: Perusahaan i pada tahun t

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Pada penelitian ini sampelnya ialah perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur sepanjang tahun 2017-2019 yang terdaftar pada BEI. Penentuan sampel penelitian dilakukan melalui metode *purposive sampling* dimana sampel ditentukan menurut kriteria tertentu untuk memperoleh sampel yang *representative*. Berdasarkan pada data yang bersumber dari IDX dan situs web perusahaan, diperoleh populasi dalam penelitian adalah sebesar 182 perusahaan. Sampel penelitian yang memenuhi kriteria penelitian sejumlah 327 sampel. Berikut merupakan tabel ringkasan penentuan sampel.

Tabel 1
Ringkasan Penentuan Sampel

Kriteria	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2017-2019	182
Perusahaan manufaktur yang tidak terdaftar secara berurutan pada BEI selama periode 2017 – 2019	(38)
Perusahaan yang laporan keuangannya disajikan dalam mata uang selain rupiah	(29)
Data tidak lengkap	(6)
Perusahaan manufaktur yang memenuhi syarat sebagai sampel untuk penelitian ini	109
Jumlah sampel akhir dalam 3 periode	327

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2022

Pengujian Statistik Deskriptif

Hasil analisis data deskriptif dari setiap variabel untuk 327 sampel perusahaan dalam rentang tahun 2017-2019 ditampilkan seperti berikut:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
---	---------	---------	------	----------------

FRQ	327	-,153660	,146420	,00966817	,059013891
STDEBT	327	,224285	,992289	,69428752	,198456262
CON_ACC	327	-,190411	,126609	,00075643	,056408365
BSCORE	327	,500000	,916670	,71253824	,083450321
ACSCORE	327	,555560	,888890	,78661378	,077824123
INSOWN	327	,000000	,979064	,66857465	,219899128
INVEFF	327	-,190440	,250250	,02872624	,082190530

Sumber: Output SPSS yang diolah, 2022

Berdasarkan tabel 1, dapat disimpulkan bahwasanya sampel penelitian berjumlah 327 perusahaan. Nilai minimum dari variabel dependen untuk pengukuran efisiensi investasi (InvEff) ialah -0,190440 dan nilai maksimum yang diperoleh ialah 0,250250. Nilai rata-rata yang diperoleh ialah 0,02872624. Sedangkan standar deviasi yang diperoleh lebih tinggi dibanding rata-rata, yakni 0,082190530. Oleh karena itu, terdapat variasi data dalam variabel efisiensi investasi (InvEff) dan nilai rata-rata tidak dapat merepresentasikan keseluruhan data efisiensi investasi dengan baik. Variasi data terjadi karena total investasi dan pertumbuhan penjualan perusahaan yang dijadikan sampel sangat beragam.

Variabel independen pertama dalam penelitian ini adalah kualitas pelaporan keuangan (FRQ). Nilai minimum kualitas pelaporan keuangan ialah -0,153660 dan nilai maksimum kualitas pelaporan keuangan adalah 0,146420. Nilai rata-rata yang diperoleh ialah 0,00966817. Sedangkan standar deviasi memperoleh nilai yang lebih tinggi dibanding nilai rata-rata yakni 0,059013891. Oleh karena itu, ditemukan variasi dari data dalam variabel kualitas pelaporan keuangan (FRQ). Variasi data terjadi karena modal kerja akrual dan arus kas operasi perusahaan sampel sangat beragam. Selain itu, dapat disimpulkan bahwa nilai rata-rata tidak dapat merepresentasikan keseluruhan data kualitas pelaporan keuangan dengan baik.

Nilai minimum dari variabel penggunaan utang jangka pendek (STDebt) ialah 0,224285 dan nilai maksimum yang diperoleh ialah 0,992289. Nilai rata-rata yang didapat ialah 0,69428752, sementara standar deviasi yang didapat ialah 0,198456262. Berdasarkan hal tersebut, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah standar deviasi lebih kecil dibanding nilai rata-rata variabel. Ditemukan simpangan data yang relatif kecil, berarti nilai dari tiap sampel tidak jauh dari rata-ratanya. Nilai rata-rata dapat merepresentasikan data penggunaan kewajiban jangka pendek yang diukur dari rasio kewajiban jangka pendek terhadap total kewajiban.

Variabel konservatisme (CON_ACC) memiliki nilai minimum -0,190411 dari perusahaan Alumindo Light Metal Industry Tbk. di tahun 2017. Nilai paling tinggi variabel konservatisme adalah 0,126609 dari Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. di tahun 2018. Rata-rata dari variabel konservatisme sebesar 0,00075643, sedangkan standar deviasi variabel konservatisme lebih besar dari pada nilai rata-rata, yaitu 0,056408365. Itu artinya ditemukan variasi data pada variabel konservatisme dan rata-rata tidak mampu merepresentasikan seluruh data konservatisme dengan baik.

Variabel efektivitas dewan komisaris yang diprosikan melalui BSCORE, memiliki nilai minimum sebesar 0,500000 yang dimiliki oleh beberapa perusahaan. Nilai maksimum variabel efektivitas dewan komisaris sebesar 0,916670 yang dimiliki oleh beberapa perusahaan. Variabel efektivitas dewan komisaris memiliki nilai rata-rata 0,71253824, sedangkan standar deviasinya

lebih rendah dibanding nilai rata-rata, yakni 0,083450321. Itu artinya terdapat simpangan data yang relatif kecil, dan nilai rata-rata dapat merepresentasikan keseluruhan data efektivitas dewan komisaris dengan baik.

Variabel efektivitas komite audit yang diprosikan melalui ACSORE, memiliki nilai minimum sebesar 0,555560 yang dimiliki oleh beberapa perusahaan. Nilai maksimum variabel efektivitas komite audit adalah 0,888890 yang dimiliki oleh beberapa perusahaan. Nilai rata-rata variabel efektivitas komite audit 0,78661378, sedangkan standar deviasi variabel efektivitas komite audit lebih rendah dibanding nilai rata-rata, yakni 0,077824123. Itu berarti terdapat simpangan data yang cenderung rendah, dan nilai rata-rata mampu merepresentasikan seluruh data efektivitas komite audit dengan baik.

Nilai minimum dari variabel kepemilikan institusional (INSOWN) ialah 0,000000 yang dimiliki oleh beberapa perusahaan. Nilai maksimum sebesar 0,979064 yang dimiliki oleh perusahaan Asia Pasific Investama Tbk. pada tahun 2019. Kepemilikan institusional memiliki nilai rata-rata 0,66857465, sedangkan standar deviasi variabel kepemilikan institusional lebih rendah dibanding nilai rata-rata, yakni 0,219899128. Itu artinya terdapat simpangan data yang relatif kecil karena nilai standar deviasi lebih rendah dari nilai rata-rata. Selain itu, dapat disimpulkan bahwa nilai rata-rata dapat merepresentasikan keseluruhan data kepemilikan institusional dengan baik.

Pembahasan Hasil Penelitian

Dari pengujian yang dilaksanakan, maka diperoleh hasil penelitian, sebagai berikut:

Tabel 3
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	B	Sig.	Keputusan
H ₁ : Kualitas pelaporan keuangan berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi.	0,447	0,000	Diterima
H ₂ : Tingkat penggunaan utang jangka pendek berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi.	-0,045	0,031	Ditolak
H ₃ : Konservatisme berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi.	0,317	0,000	Diterima
H ₄ : Efektivitas Dewan Komisaris berpengaruh positif terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.	-0,091	0,066	Ditolak
H ₅ : Efektivitas Komite Audit berpengaruh positif terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.	0,037	0,487	Ditolak
H ₆ : Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.	-0,020	0,302	Ditolak

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2022

Interpretasi Hasil

Pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan terhadap Efisiensi Investasi

Berdasar tabel 3, koefisien regresi variabel kualitas pelaporan keuangan (FRQ) adalah 0,447, sedangkan nilai signifikansi dari FRQ ialah 0,000, lebih rendah dibanding 0,05, itu artinya ditemukan pengaruh positif dari kualitas pelaporan keuangan terhadap efisiensi investasi (InvEff), dengan demikian, H₁ diterima. Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan jika semakin tinggi kualitas pelaporan keuangan perusahaan berarti efisiensi investasi perusahaan akan semakin meningkat pula, sehingga kualitas pelaporan keuangan memiliki peran dalam mengatasi masalah *underinvestment* maupun *overinvestment*. Kualitas pelaporan keuangan dapat menjadi sebuah mekanisme dimana perusahaan meningkatkan investasinya secara optimal, serta membantu perusahaan mengendalikan masalah investasi. Hasil ini sesuai dengan teori keagenan, yaitu kualitas

pelaporan keuangan yang lebih tinggi akan mengurangi informasi asimetri, sehingga memungkinkan pengawasan manajer yang lebih baik dalam mengambil keputusan investasi.

Pengaruh Penggunaan Utang Jangka Pendek terhadap Efisiensi Investasi

Berdasarkan tabel 3, koefisien regresi variabel penggunaan utang jangka pendek (STDebt) adalah sebesar -0,045. Nilai signifikan STDebt adalah 0,031, lebih rendah dibanding 0,05. Itu artinya variabel penggunaan utang jangka pendek terbukti memberikan pengaruh negatif pada variabel efisiensi investasi, dengan demikian H_2 ditolak. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa utang jangka pendek tidak berperan dalam meningkatkan efisiensi investasi. Kesimpulan tersebut dapat dijabarkan dengan alasan bahwa jika utang perusahaan meningkat di dalam struktur modal perusahaan, maka dana tersedia semakin tinggi. Ketersediaan dana tersebut seharusnya dapat menjadi peluang bagi manajer melakukan investasi yang menguntungkan perusahaan, namun pada akhirnya dana tersebut harus dipergunakan untuk membayar utang beserta bunganya yang cenderung tinggi, dikarenakan tingkat suku bunga di Indonesia cukup tinggi. Kondisi tersebut menyebabkan proyek investasi yang menguntungkan perusahaan tidak dapat dilakukan dengan optimal, sehingga perusahaan tidak dapat mencapai investasi yang efisien.

Pengaruh Konservatisme terhadap Efisiensi Investasi

Berdasar tabel 3, dapat diamati bahwasanya koefisien regresi variabel konservatisme (CON_ACC) sejumlah 0,317, nilai signifikansi variabel CON_ACC menunjukkan angka 0,000, lebih kecil dibanding 0,05. Itu artinya konservatisme berpengaruh positif terhadap variabel efisiensi investasi (InvEff), dengan demikian H_3 diterima. Dapat disimpulkan jika semakin tinggi konservatisme laporan keuangan perusahaan berarti efisiensi investasi perusahaan akan semakin meningkat pula. Hasil ini sesuai dengan teori keagenan, yaitu dengan menerapkan konservatisme dapat mengurangi kemampuan manajer untuk memanipulasi laporan keuangan perusahaan. Ketika perusahaan dapat memberikan informasi yang berkualitas kepada pemegang saham, maka perusahaan bisa terhindar dari informasi asimetri dan terhindar dari ketidakefisienan dalam melakukan investasi.

Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris terhadap Efisiensi Investasi

Berdasarkan tabel 3 koefisien regresi variabel efektivitas dewan komisaris (BSCORE) menunjukkan angka -0,091, sementara nilai signifikansi variabel efektivitas dewan komisaris ialah 0,066, lebih tinggi dibanding 0,05. Hal tersebut mengindikasikan bahwasanya tidak ditemukan pengaruh yang signifikan dari efektivitas dewan komisaris terhadap variabel efisiensi investasi, dengan demikian H_4 ditolak. Dewan komisaris ialah bagian perusahaan yang mempunyai peranan untuk memberikan kontrol dan nasihat pada dewan direksi serta menjamin bahwasanya perusahaan menjalankan *good corporate governance*. Meski demikian, pada akhirnya pengambilan keputusan investasi perusahaan adalah kewenangan dewan direksi, itu artinya tidak ditemukan pengaruh yang signifikan dari karakteristik dewan komisaris pada keputusan investasi yang ditetapkan, dan tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Pengaruh Efektivitas Komite Audit terhadap Efisiensi Investasi

Berdasarkan tabel 3 koefisien regresi efektivitas komite audit (ACSCORE) ialah 0,037, sedangkan nilai signifikansi variabel efektivitas komite audit adalah 0,487, nilai yang diperoleh lebih tinggi dibanding 0,05. Hasil tersebut mengindikasikan bahwasanya tidak ditemukan pengaruh yang signifikan dari efektivitas komite audit terhadap efisiensi investasi, dengan demikian H_5 ditolak. Komite audit melaksanakan tugasnya sesuai dengan prosedur dan regulasi yaitu memastikan laporan keuangan perusahaan layak digunakan untuk pengambilan keputusan. Namun pada akhirnya, pengambilan keputusan investasi perusahaan adalah kewenangan dewan direksi.

Berdasar hal tersebut, maka efektivitas komite audit tidak memberi pengaruh pada efisiensi investasi perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Efisiensi Investasi

Berdasarkan tabel 3, koefisien regresi variabel kepemilikan institusional (INSOWN) ialah -0,020, sedangkan nilai nilai signifikansi 0,302, lebih tinggi dibanding 0,05. Hal tersebut mengindikasikan bahwasanya kepemilikan institusional tidak terbukti dan tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel efisiensi investasi, dengan demikian H_0 ditolak. Lemahnya kontrol para investor institusional terhadap perusahaan, membuat kepemilikan institusional tidak berperan meningkatkan efisiensi investasi. Kemungkinan besar tidak terjalin komunikasi yang baik antar institusi selama dalam pengawasan perusahaan, sehingga pengendalian perusahaan oleh investor institusional dirasa tidak berjalan efisien, oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak memberikan pengaruh pada efisiensi investasi perusahaan.

KESIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk melakukan pengujian terkait pengaruh kualitas pelaporan keuangan, penggunaan utang jangka pendek, konservatisme, efektivitas dewan komisaris, efektivitas komite audit, dan kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi. Berdasarkan hasil analisis terhadap 109 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2017-2019 dapat ditarik beberapa kesimpulan, yaitu:

Pertama, kualitas pelaporan keuangan terbukti berpengaruh positif terhadap variabel efisiensi investasi. Kedua, penggunaan utang jangka pendek memiliki pengaruh negatif terhadap efisiensi investasi. Ketiga, variabel konservatisme berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi. Keempat, efektivitas dewan komisaris tidak memberikan pengaruh pada efisiensi investasi. Kelima, efektivitas komite audit tidak memberikan pengaruh pada efisiensi investasi. Keenam, kepemilikan institusional tidak memberikan pengaruh pada efisiensi investasi.

Keterbatasan

Penelitian yang dilaksanakan ini mempunyai sejumlah keterbatasan, diantaranya adalah:

1. Penelitian hanya melakukan pengujian terkait pengaruh kualitas pelaporan keuangan, jatuh tempo utang, konservatisme, efektivitas dewan komisaris, efektivitas komite audit, dan kepemilikan institusional dengan nilai adjusted R square yang didapat ialah 21,7%, yang berarti masih terdapat berbagai faktor yang memberi pengaruh pada efisiensi investasi.
2. Pengukuran efektivitas dewan komisaris dan efektivitas komite audit mempergunakan metode skor, sehingga terdapat pengertian pribadi penulis dalam menilai item-item tersebut, yang memungkinkan adanya perbedaan persepsi penilaian.

Saran

Berdasarkan hasil analisis, pembahasan, dan kesimpulan dari penelitian ini, berikut beberapa saran yang bisa disampaikan, yaitu:

1. Penelitian selanjutnya hendaknya mempergunakan sampel yang berbeda dan dalam kurun waktu yang lebih panjang agar hasil penelitian diharapkan dapat digeneralisasi.
2. Melakukan pengujian terhadap variabel lainnya di luar penelitian ini.
3. Penelitian selanjutnya dapat mempergunakan proksi dan alat ukur yang berbeda dengan yang telah dipergunakan pada penelitian supaya memperoleh hasil yang lebih optimal.

REFERENSI

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly Boards. *The Journal of finance*, 62(1), 217-250.

- Badan Pusat Statistik. (2017). *Indeks Tendensi Bisnis dan Indeks Tendensi Konsumen*. Jakarta.
- Badan Pusat Statistik. (2018). *Indeks Tendensi Bisnis dan Indeks Tendensi Konsumen*. Jakarta.
- Badan Pusat Statistik. (2019). *Indeks Tendensi Bisnis dan Indeks Tendensi Konsumen*. Jakarta.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*(4), 3-37.
- Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*(22).
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review*(81).
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*(48).
- Breda, M. F., & Hendriksen, E. S. (2001). *Accounting theory*. Singapore :McGraw Hill International Edition.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and. *Journal of Accounting and Economics*(32).
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *THE ACCOUNTING REVIEW*(86).
- Chen, L., Liu, C., & Wang, G. (2013). Financial constraints, Investment efficiency and Corporate governance: Empirical evidence from China. *Service Systems and Service Management (ICSSSM)*.
- Childs, P. D., Mauer, D. C., & Ott, S. H. (2005). Interactions of corporate financing and investment decisions:The effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics*(76), 667–690.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*(77), 35-59.
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*(106).
- FASB. (1980). *Statement of Financial Accounting Concepts No.2 Qualitative Characteristics of Accounting Information*. Financial Accounting Standards Board.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). (1978). *SFAC No. 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *Journal of Finance vol. 41*, 19-37.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*(29), 287-320.
- Gomariz, M. F., & Ballesta, J. P. (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40.
- Governance, K. N. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta.
- Harto, P., & Rahmawati, A. D. (2014). Analisis pengaruh kualitas pelaporan keuangan dan maturitas utang terhadap efisiensi investasi. *Diponegoro Journal of Accounting*(33).
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporatedisclosure, and the capital markets:A review of the empiricaldisclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*(31).
- Hendriksen, E. S. (1982). *Accounting Theory*. Richard D. Irwin. Inc.
- Hermawan, A. (2009). *Penelitian Bisnis*. Jakarta: PT Grasindo.
- Holland, J. B. (1998). Private disclosure and financial reporting. *Accounting and Business Research*(28:4), 255-269.
- IAI, I. (2012). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Journal of Financial Economics*(3), 305-360.
- Juliani , D., & Wardhani, R. (2018). Pengaruh Konservatisme Terhadap Efisiensi Investasi Dan Agency Cost Sebagai Variabel Moderasi Pada PerusahaanYang Melakukan Merger Dan Akuisisi Di Asia Tenggara. *Jurnal Akuntansi/Volume XXII, No.02*, 266-278.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2011). *Intermediate Accounting*. Jakarta: Erlangga.
- KNKG, K. (2006). *Pedoman umum good corporate governance Indonesia*. Jakarta.
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*(83).
- Lara, J. M., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*(61), 221-238.
- McNichols, M., & Stubben, S. (2008). Does earnings management affect firms'investment decisions. *The Accounting Review*.(86).
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*(33(3)), 85-98.
- Murwaningsari, E. (2009). Hubungan corporate governance, corporate social responsibilities dan corporate financial performance dalam satu continuum. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*(11), 30-41.

- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*(5), 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*(13).
- Ortiz-Molina, H., & Penas, M. F. (2008). Lending to small businesses: the role of the loanmaturity in addressinginformationproblems. *Small Business Economics*(30).
- Platt, H., & Platt, M. B. (2012). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of of Business Research*(65(8)), 1139-1143.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economic*(42).
- 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).
- Saputra, A. A., & Wardhani, R. (2017). Pengaruh efektivitas dewan komisaris, komite audit dan kepemilikan institusional. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*(2528-6528), 1410-2420.
- Septiani, A., & Sakti, A. M. (2015). Pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan dan Jatuh Tempo Utang Terhadap Efisiensi Investasi. *Diponegoro Journal of Accounting*(4), 1-10.
- Sukirno, S. (2006). *Makroekonomi: Teori Pengantar* (3 ed.). Jakarta: Rajawali Press.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Risiko* (Pertama ed.). Yogyakarta: BPF.
- Tarjo. (2008). Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham, serta Cost of Equity Capital. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi XI*.