

Laporan Penelitian Payung

**Pengaruh Strategi Bisnis, Struktur Kepemilikan Saham, Karakteristik Manajerial,
dan Manajemen Laba Terhadap Efisiensi Investasi**



Dr. Sansalaoni Butar Butar, M.S.i, Akt

Dr. Monika Palupi Murniati, MM.

Kwee, Alice Joseph (17.G2.0003)

Thalia Febiola (17.G2.0002)

**PUSAT PENGAJIAN DAN PENGEMBANGAN AKUNTANSI
UNIVERSITAS KATOLIK SOEGIJAPRANATA
2021**

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investor yang rasional membutuhkan laporan keuangan untuk menilai jumlah dan ketidakpastian arus kas di masa depan (FASB, 2002). Untuk memenuhi maksud tersebut, laporan keuangan harus relevan dan dapat diandalkan dalam memprediksi arus kas masa depan. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas mencerminkan pengelolaan sumber daya yang efisien dan efektif. Investor tidak memiliki kekuasaan penuh yang bisa memaksa manajer menerbitkan laporan keuangan yang relevan dan andal. Investor hanya bisa berharap agar manajer mengedepankan kepentingan mereka dalam mengambil keputusan-keputusan strategis. Namun menurut teori agensi, manajer memiliki sifat oportunistik (Jensen dan Meckling 1976) yang selalu mengedepankan kepentingan pribadi daripada kepentingan perusahaan. Fakta bahwa manajer lebih tahu kondisi perusahaan yang sesungguhnya dibandingkan pihak luar bisa mengakibatkan alokasi sumber daya yang tidak efisien (Gomariz dan Ballesta 2014; Cheng et al. 2013). Situasi ini akan semakin parah seiring dengan semakin tingginya asimetri informasi antara manajer dan investor.

Asimetri informasi berpotensi menurunkan keinformatifan laba (*earnings informativeness*). Laporan keuangan yang tidak informatif menyulitkan pengguna laporan keuangan dalam mengambil keputusan investasi yang tepat. Lebih jauh, investor mengalami kesulitan dalam menilai harga wajar saham perusahaan sehingga berpotensi membeli saham yang harganya lebih tinggi daripada nilai intrinsik dan demikian pula sebaliknya. Investor membeli saham yang nilai pasarnya lebih rendah dari nilai intrinsik. Dalam kedua kondisi tersebut, alokasi sumber daya

menjadi tidak efisien (Jensen dan Meckling 1976; Jensen 1986; Blanchard et al. 1994). Perusahaan terjebak untuk melakukan investasi secara berlebihan atau sebaliknya terlalu menahan diri untuk melakukan investasi sehingga terjadi.

Dalam pasar yang sempurna, perusahaan akan melakukan investasi secara efisien dengan mengambil proyek-proyek yang menghasilkan *Net Present Value* (NPV) positif (Modigliani & Miller, 1958 dalam Biddle et al. 2009). Tetapi pada kenyataannya, sebagian manajer melakukan investasi yang berlebihan dan tidak jarang dilakukan pada proyek yang memiliki NPV negatif (Hubbard, 1998; Bertrand dan Mullainathan, 2003). Dalam kondisi seperti ini, perusahaan dikatakan mengalami *overinvestment* (Jensen, 1986). Sebaliknya perusahaan juga terkadang menahan diri dalam melakukan investasi pada proyek-proyek yang sebenarnya memiliki NPV positif. Akibatnya perusahaan mengalami *underinvestment* dan nilai perusahaan mengalami penurunan. Kondisi *underinvestment* atau *overinvestment* dipicu asimetri informasi antara investor dan manajer tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Menurut teori agensi, asimetri informasi dapat berakibat pada munculnya *moral hazard* dan *adverse selection* yang menjurus pada konflik kepentingan (Jensen & Meckling, 1976). Kondisi *moral hazard* terjadi ketika manajer memiliki dorongan yang kuat untuk selalu ingin memaksimalkan kekayaannya dengan melakukan investasi modal yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham (Jensen, 1986; Biddle et al., 2009). Situasi ini diperparah dengan lemahnya sistem pengendalian. Gomariz dan Ballesta (2014) mengatakan bahwa tanpa pengawasan yang memadai, manajer dapat terdorong melakukan investasi pada proyek-proyek yang memiliki risiko tinggi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Menurut Biddle (2009) *moral hazard* yang mendorong *overinvestment* atau *underinvestment* terkait dengan ketersediaan kas perusahaan. Pada saat perusahaan memiliki kas menganggur dalam

jumlah yang besar manajer akan cenderung lebih berani melakukan investasi pada proyek dengan risiko tinggi sehingga mengakibatkan terjadinya kelebihan investasi (*overinvestment*). Namun di sisi lain, penyedia modal yang menyadari adanya kecenderungan manajer untuk mengeluarkan investasi secara berlebihan dapat mengantisipasi hal tersebut dengan menaikkan kos modal. Biaya modal yang tinggi menurunkan niat manajer melakukan investasi dan cenderung sangat berhati-hati termasuk pada proyek-proyek yang menghasilkan NPV positif (Lambert et al. 2007). Dalam kondisi seperti ini perusahaan akan mengalami *underinvestment*. Jadi *moral hazard* dapat menyebabkan *underinvestment* atau *overinvestment* tergantung kondisi keuangan perusahaan.

Kondisi *adverse selection* terjadi ketika investor keliru menilai prospek perusahaan sehingga membeli saham dengan harga yang lebih tinggi daripada yang seharusnya. Ini dipicu oleh asimetri informasi tentang prospek perusahaan yang sesungguhnya. Berbeda dengan investor yang tidak memiliki informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan, manajer mengetahui kondisi perusahaan sesungguhnya dan prospek ke depan. Kelebihan ini dimanfaatkan manajer dengan menjual sekuritas yang lebih mahal (*overpriced*) dari yang seharusnya (Cheng et al., 2013). Jika berhasil, maka manajer dapat menggunakan kelebihan dana untuk berinvestasi secara berlebihan sehingga memicu *overinvestment*. Sama seperti *moral hazard*, investor juga dapat memberi respon dengan menaikkan kos modal sehingga berdampak pada ketersediaan dana untuk dialokasikan pada proyek-proyek baru. Dalam situasi seperti ini perusahaan akan mengalami *underinvestment* (Biddle et al., 2009). Dengan demikian, *adverse selection* juga dapat memicu terjadinya *underinvestment* atau *overinvestment*.

Studi-studi yang mencoba menghubungkan kualitas laporan keuangan dan efisiensi investasi telah dilakukan di dalam dan luar negeri. Biddle et al. (2009) menguji pengaruh kualitas pelaporan keuangan dengan menggunakan sampel perusahaan dari pasar modal Amerika Serikat. Mereka

mengatakan bahwa asimetri informasi antara perusahaan dan penyedia modal akan menimbulkan friksi yang akan mendorong munculnya *moral hazard* dan *adverse selection*. Apabila pelaporan keuangan yang berkualitas dapat meningkatkan kemampuan pemegang saham dalam memonitor aktivitas investasi manajerial maka *moral hazard* akan berkurang dan efisiensi investasi meningkat. Hasil studi mereka menunjukkan bahwa kualitas pelaporan keuangan berhubungan negatif (positif) dengan *overinvestment* (*underinvestment*). Hasil yang sama juga dilaporkan Boubaker et al (2018) yang menguji hubungan antara efisiensi investasi dan kualitas auditor. Mereka menyimpulkan bahwa pengaruh auditor eksternal terhadap efisiensi investasi terjadi karena laporan keuangan yang diaudit KAP Big 4 memiliki kualitas yang lebih tinggi.

Gomariz dan Ballesta (2014) menguji pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi dengan menggunakan sampel perusahaan di pasar modal Spanyol. Mereka mengajukan argumen bahwa pelaporan keuangan yang berkualitas memungkinkan manajer untuk mengambil keputusan investasi yang lebih berkualitas sehingga masalah *overinvestment* dan *underinvestment* dapat teratasi. Dalam penelitian tersebut mereka menggunakan empat proksi untuk mengukur kualitas pelaporan keuangan yaitu *discretionary revenues*, *discretionary accruals*, *accruals quality* dan agregat rata-rata dari tiga proksi sebelumnya. Hasil analisis yang mereka lakukan menunjukkan bahwa pelaporan keuangan yang berkualitas dapat menurunkan *overinvestment* tetapi tidak demikian untuk kasus *underinvestment*. Linhares et al (2018) juga melaporkan hasil yang konsisten bahwa semakin tinggi manajemen laba, maka semakin tinggi pula probabilitas perusahaan melakukan *underinvestment* atau *overinvestment*.

Studi-studi lain yang dilakukan di pasar modal asing juga menemukan bukti yang konsisten bahwa perusahaan yang memiliki pelaporan keuangan yang berkualitas mampu mengalokasikan sumber daya modal dengan lebih efisien (Cheng et al. 2013; Brown, et al. 2014; Linhares et al.

2018). Studi serupa yang dilakukan di pasar modal Indonesia juga berbasis argumen bahwa pengawasan yang dilakukan pihak-pihak di dalam dan luar perusahaan mempengaruhi kualitas pelaporan keuangan sehingga meningkatkan efisiensi investasi. Simanungkalit (2015) memberi bukti peran Dewan Komisaris Independen dalam meningkatkan efisiensi investasi. Sementara, Hapsari (2015) melaporkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Butar Butar (2015) memberi bukti pengaruh positif pengendalian internal terhadap efisiensi investasi. Purnomo (2017) melaporkan bahwa manajemen laba yang diukur dengan akrual diskresioner berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan di pasar modal Indonesia, penelitian ini menguji pengaruh strategi bisnis, struktur kepemilikan saham, karakteristik manajerial, dan manajemen laba terhadap efisiensi investasi. Strategi bisnis yang akan diuji adalah *prospector* versus *defender*. Struktur kepemilikan diukur dengan pemegang saham dengan jumlah besar (*multiple large shareholders*). Sementara karakteristik manajerial menggunakan dua variabel yaitu keahlian manajerial dan reputasi manajerial. Di samping itu, penelitian ini memasukkan empat variabel kontrol yang berkaitan dengan karakteristik perusahaan yaitu tingkat hutang, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan arus kas operasi.

Navisii et al. (2017) menyatakan bahwa perusahaan dengan strategi bisnis *prospector* memiliki ambisi yang tinggi untuk inovasi produk sehingga cenderung agresif dalam melakukan investasi pada teknologi tinggi. Perusahaan dengan karakteristik bisnis seperti ini berpotensi mengalami *overinvestment*. Jiang et al. (2018) menyatakan bahwa perusahaan perusahaan yang memiliki *multiple large shareholders* (MLS) akan mendapat pengawasan yang ketat sehingga tidak memiliki kesempatan untuk menyalahgunakan wewenang yang dimiliki dalam rangka mengeksploitasi sumber daya perusahaan. Alokasi sumber daya dilakukan dengan hati-hati dapat

mencegah penghamburan sumber daya yang dimiliki perusahaan. Gan (2018) menyatakan bahwa manajer dengan kemampuan tinggi mengetahui apa yang dibutuhkan perusahaan untuk terus berkembang dengan melakukan alokasi sumber daya lebih efisien dan efektif dibandingkan manajer dengan kemampuan yang biasa. Wang et al (2014) menyatakan bahwa perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang tinggi selalu berada dalam pengawasan sehingga alokasi sumber daya modal dapat dilakukan lebih transparan. Lai dan Liu (2017) menyatakan bahwa manajer yang memiliki reputasi tinggi memiliki kemampuan untuk memecahkan masalah-masalah yang ada, pertimbangan yang kritis, dan perspektif yang lebih luas sehingga mampu memilih proyek-proyek yang dapat membawa keuntungan bagi perusahaan.

Penelitian ini penting dilakukan karena menyangkut efisiensi alokasi sumber daya yang menjadi fungsi utama dari pasar modal. Perusahaan yang membutuhkan pendanaan tambahan untuk menunjang proyek-proyek investasi seperti membangun pabrik baru atau melakukan ekspansi bisnis dapat memilih sumber pendanaan eksternal dengan menjual sahamnya ke publik melalui Bursa Efek Indonesia. Sementara itu, pasar modal berperan penting dalam mempertemukan pihak-pihak yang membutuhkan dana dalam hal ini perusahaan dan pihak penyedia dana atau investor. Apabila pasar modal berjalan dengan efisien dan informasi yang andal dan relevan tersedia secara luas bagi investor untuk pengambilan keputusan investasi, dana yang terhimpun dari pasar modal akan mengalir pada perusahaan-perusahaan yang produktif dan memiliki prospek masa depan yang menjanjikan. Alokasi sumber daya yang efisien akan berdampak pada level ekonomi mikro dan makro. Pertumbuhan perusahaan akan meningkat dan secara agregat ekonomi nasional juga akan meningkat. Akhirnya kesejahteraan masyarakat Indonesia juga akan meningkat. Namun masalah muncul ketika investor tidak memperoleh informasi laporan keuangan yang berkualitas akibat dari *moral hazard* dan *adverse selection*.

Pengambilan keputusan investasi keliru dan dana mengalir pada perusahaan yang sesungguhnya tidak layak menerimanya yang akan memicu terjadinya *underinvestment* dan *overinvestment*. Akibatnya investor mengalami kerugian dan perekonomian nasional terkena dampaknya. Jadi, hasil penelitian ini bermanfaat bagi perusahaan, investor, dan pelaku bisnis lainnya sebagai pertimbangan dalam upaya mengambil keputusan investasi yang tepat sehingga *underinvestment* dan *overinvestment* dapat dihindari.

1.2 Perumusan Masalah

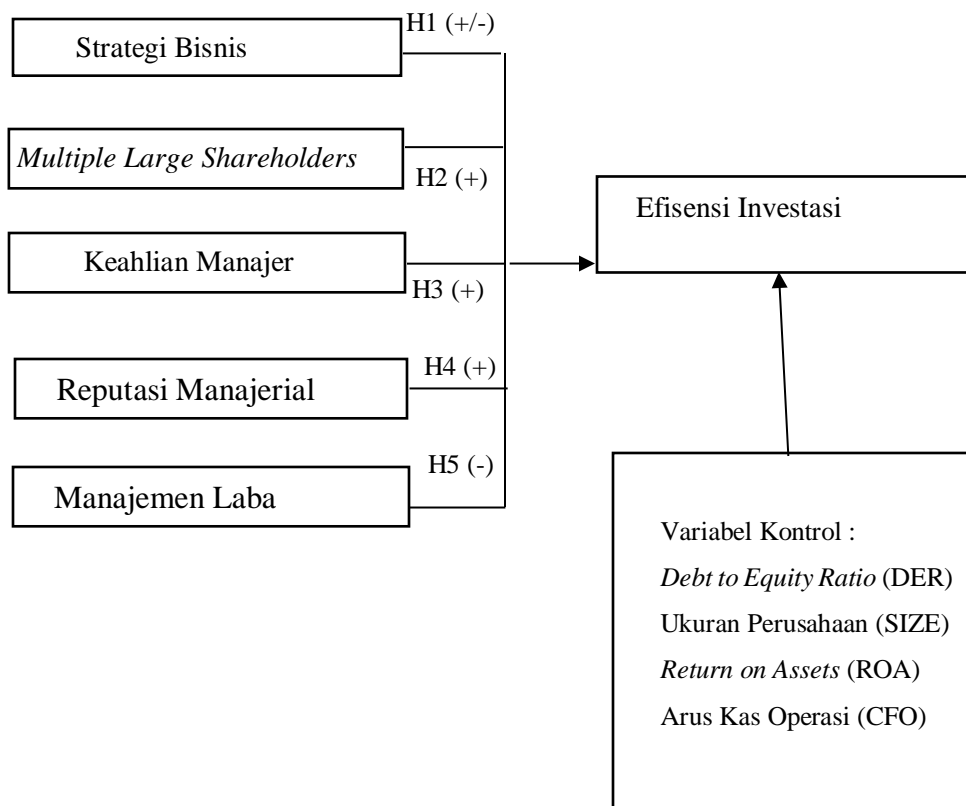
Penelitian ini menguji faktor-faktor yang mempengaruhi efisiensi investasi. Premis yang digunakan dalam pengembangan hipotesis yaitu bahwa pelaporan keuangan yang berkualitas meningkatkan efektivitas alokasi sumber daya modal yang dimiliki perusahaan. Perumusan masalah pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah strategi bisnis berhubungan dengan efisiensi investasi?
2. Apakah efisiensi perusahaan yang memiliki *multiple large shareholders* (MLS) lebih tinggi dibandingkan yang tidak memiliki MLS?
3. Hubungan karakteristik manajerial dan efisiensi investasi
 - a. Apakah keahlian manajerial yang diukur dengan tingkat pendidikan anggota dewan direksi berpengaruh positif dengan efisiensi investasi?
 - b. Apakah reputasi anggota dewan direksi berhubungan positif dengan efisiensi investasi?
4. Apakah manajemen laba berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki premis bahwa semakin tinggi kualitas laporan keuangan maka semakin tinggi pula efisiensi investasi. Ada beberapa faktor yang diyakini mempengaruhi kualitas laporan keuangan yaitu strategi perusahaan, kepemilikan saham besar (MLS), keahlian manajerial, reputasi manajerial, dan manajemen laba. Karena itu, tujuan penelitian ini adalah menguji apakah efisiensi investasi dipengaruhi oleh strategi perusahaan, jumlah pemegang saham besar, keahlian manajerial, reputasi manajerial, dan manajemen laba.

1.4 Kerangka Pikir Penelitian



Gambar 1. 1 Kerangka Pikir Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian payung yang melibatkan dua orang mahasiswa yang memiliki tugas mengukur variabel-variabel penelitian. Topik penelitian ini merupakan tema besar yang juga digunakan mahasiswa sebagai topik skripsi. Gambar 1.1 menampilkan kerangka pikir penelitian. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan efisiensi investasi dengan strategi bisnis, *multiple large shareholders*, karakteristik manajerial (tingkat pendidikan dan reputasi), dan manajemen laba. Lebih spesifik, *multiple large shareholders*, dan karakteristik manajerial (tingkat pendidikan dan reputasi) diprediksi berhubungan positif dengan efisiensi investasi. Sementara manajemen laba diprediksi berhubungan negatif dengan efisiensi investasi. Hubungan strategi bisnis dan efisiensi investasi belum bisa ditentukan secara definitif. Untuk mengurangi pengaruh variabel-variabel lain yang dapat menurunkan validitas hasil, beberapa variabel kontrol dimasukkan dalam model regresi yaitu tingkat utang, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan arus kas operasi.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Agensi

Teori Agensi (*agency theory*) menjelaskan hubungan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai pemilik atau *principal* yang dinyatakan dalam suatu kontrak (Jensen & Meckling, 1976) Manajer diberi wewenang oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam rangka meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Namun pengetahuan manajer tentang perusahaan lebih banyak daripada pemegang saham sehingga menyebabkan terjadinya asimetri informasi dan munculnya perilaku oportunistik yang merugikan pemegang saham. Asimetri informasi terjadi karena manajer memiliki akses dan kemampuan untuk menggunakan sumber daya perusahaan tanpa diketahui pemegang saham. Kepemilikan informasi yang tidak seimbang ini bisa dimanfaatkan manajer untuk mengeksploitasi sumber daya perusahaan sehingga terjadi konflik kepentingan. Lebih jauh, konflik kepentingan terjadi karena tujuan dan keinginan manajer tidak bersesuaian dengan pemegang saham (Messier & Glover, 2008).

Asimetri informasi memicu *moral hazard* dan *adverse selection* (Biddle et al., 2009; Cheng et al., 2013). Secara konseptual *moral hazard* terjadi ketika tindakan agen tidak dapat diamati prinsipal dan tindakan tersebut memiliki nilai berbeda (*differential value*) bagi kedua pihak (Darrough dan Stoughton (1986). Agen yang telah melakukan kesepakatan dengan prinsipal tidak menunjukkan perilaku yang jujur dalam menjalankan tanggung jawab karena tindakan-tindakan yang dilakukannya tidak bisa diamati oleh prinsipal. Dalam konteks hubungan manajer dan pemegang saham, *moral hazard* terjadi ketika manajer lebih mementingkan kepentingan pribadi daripada kepentingan pemegang saham sehingga melupakan tanggung jawab untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Adverse selection terjadi ketika agen memiliki informasi yang lebih banyak daripada prinsipal sehingga memicu kegagalan pasar (Darrough dan Stoughton (1986). Konsep awal tentang *adverse selection* diperkenalkan Akerlof tahun 1970 yang menjelaskan tentang masalah-masalah yang mungkin terjadi ketika dalam suatu pasar mobil bekas pembeli tidak yakin kualitas barang yang akan dibeli (Julius, 2014). Intinya adalah dalam pasar yang sempurna barang yang memiliki kualitas yang rendah seharusnya memiliki harga yang murah dan barang yang memiliki kualitas yang tinggi seharusnya memiliki harga yang tinggi pula. Namun kondisi ini tidak terjadi apabila salah satu pihak yang terlibat dalam transaksi memilih informasi yang tidak dimiliki oleh pihak yang lain. Akibatnya barang yang kualitas yang rendah dibeli dengan harga yang lebih tinggi daripada yang seharusnya. Fenomena *adverse selection* juga telah diteliti dalam pasar asuransi kesehatan (Rothschild & Stiglitz, 1976), dan pasar tenaga kerja (Spence, 1973). Apabila dikaitkan dengan pasar saham, *adverse selection* terjadi ketika investor membeli saham perusahaan lebih tinggi daripada harga yang seharusnya. Pemegang saham keliru dalam menilai kondisi perusahaan yang sesungguhnya karena informasi yang tersaji dalam laporan keuangan tidak menggambarkan kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Dengan kata lain, pemegang saham membeli saham yang harganya lebih rendah (tinggi) daripada nilai intrinsik.

Darrough dan Stoughton (1986) mengatakan bahwa masalah-masalah agensi muncul karena ketidaksempurnaan pasar (*market imperfection*) yang mengarah pada hasil yang tidak optimal. Lebih jauh mereka mengatakan bahwa ketidaksempurnaan pasar disebabkan rendahnya kemampuan menjalankan kontrak (*contract ability*) dan asimetri informasi sehingga alokasi sumber daya menjadi tidak optimal. Distribusi kepemilikan perusahaan (*corporate ownership*) dicapai dengan mengeluarkan biaya-biaya yang lebih besar yang diakibatkan konsumsi berlebihan, *underinvestment*, dan *overinvestment*. Sementara Biddle et al., 2009 mengatakan *underinvestment*,

dan *overinvestment* terjadi karena alokasi sumber daya dilakukan tanpa pertimbangan yang matang dan tidak mengedepankan kepentingan para pemegang saham (Biddle et al., 2009). Karena pengawasan yang ada saat ini tidak mampu mendeteksi perilaku oportunistik yang dilakukannya, manajer terdorong menggunakan kelebihan kas yang ada untuk berinvestasi pada proyek-proyek penuh risiko yang tidak sejalan dengan keinginan pemegang saham. Jensen (1986) menyatakan bahwa ada kecenderungan dalam diri manajer untuk mengejar pertumbuhan perusahaan yang melebihi ukuran optimalnya.

Investor mengalami kesulitan untuk menilai harga wajar saham (nilai intrinsik) karena laporan keuangan tidak memberikan informasi yang andal tentang prospek perusahaan ke depan. Manajer yang mengetahui bahwa prospek perusahaan tidak begitu baik berupaya mengelabui pasar dengan memiliki kebijakan-kebijakan pelaporan keuangan yang memberi kesan kepada investor bahwa saham perusahaan layak sebagai pilihan investasi. Tingginya permintaan saham mendorong kenaikan harga saham lebih tinggi sehingga mengalami *Overprice* (Cheng et al., 2013). Di sisi lain, kucuran dana yang besar dari hasil penjualan saham mendorong manajer untuk lebih berani mengambil risiko dalam berinvestasi. Manajer menjadi tidak rasional dan bahkan berani berinvestasi pada proyek dengan NPV negative. Apabila situasi ini berjalan terus, perusahaan akan mengalami *overinvestment* yang mengancam pertumbuhan perusahaan di masa depan.

2.2 Efisiensi Investasi

Secara umum investasi dapat didefinisikan sebagai kegiatan perusahaan dalam mengalokasikan dana pada satu atau lebih aset selama periode tertentu dengan harapan untuk memperoleh penghasilan (Harianto & Sudomo, 1998). Sedangkan menurut Sukirno (2006) investasi merupakan pengeluaran modal yang dilakukan oleh perusahaan untuk membeli barang

modal dan perlengkapan produksi yang bertujuan untuk menambah kemampuan memproduksi barang dan jasa yang tersedia dalam perekonomian. Berdasarkan dua definisi tersebut dapat dikatakan bahwa investasi merupakan kegiatan produktif dengan mengalokasikan sumber daya yang dimiliki perusahaan pada proyek-proyek investasi dalam rangka mencapai tujuan operasionalnya. Selain itu investasi yang dilakukan harus sesuai dengan kebutuhan dan ekspektasi perusahaan yang diarahkan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Karena itu pengambilan keputusan investasi harus dilakukan dengan hati-hati karena mempengaruhi nilai perusahaan (Afzal & Rohman, 2012; Biddle et al., 2009). Nilai perusahaan akan meningkat apabila keuntungan marjinal dari investasi yang dilakukan melebihi kos marjinal (Biddle et al., 2009).

Dalam pasar sempurna, perusahaan akan melakukan investasi secara efisien pada proyek-proyek yang menghasilkan NPV positif (Modigliani & Miller, 1958 dalam Biddle et al. 2009). Tetapi pada kenyataannya tidak jarang manajer melakukan investasi yang berlebihan, termasuk berinvestasi pada proyek yang memiliki NPV negatif. Manajer terjebak melakukan investasi pada proyek dengan NPV negatif karena gagal melakukan kalkulasi yang rasional terhadap nilai proyek. Dalam kondisi seperti ini perusahaan mengalami *overinvestment* (Jensen, 1986). Sebaliknya, perusahaan juga bisa menahan diri untuk berinvestasi pada proyek yang menghasilkan NPV positif. Dalam situasi seperti ini perusahaan dikatakan mengalami *underinvestment*. Keputusan investasi yang tidak optimal yang menyebabkan *overinvestment* dan *underinvestment* akan berdampak negatif pada nilai perusahaan.

Alasan yang menyebabkan manajer melakukan *overinvestment* dan *underinvestment* dapat dijelaskan melalui teori agensi. Pertama, kondisi *overinvestment* terjadi karena dipicu asimetri informasi yang mendorong manajer memanfaatkan situasi yang ada demi kepentingan pribadi. Manajer berpandangan bahwa keuntungan besar yang diperoleh dari berbagai proyek investasi

akan meningkatkan kekayaan pribadi sehingga terdorong mengalokasikan sumber daya perusahaan secara berlebihan pada proyek-proyek dengan risiko tinggi yang berpotensi menghasilkan NPV negatif. Kedua, kondisi *underinvestment* terjadi karena perusahaan tidak memiliki sumber daya yang cukup sehingga sangat hati-hati dalam mengalokasikan sumber daya terbatas yang dimilikinya. Akibatnya, banyak proyek investasi yang sebenarnya menguntungkan tidak dipilih manajer karena modal yang tersedia tidak mencukupi. Ketidaktersediaan dana yang cukup untuk investasi bisa jadi karena pemegang saham tidak mengapresiasi kinerja perusahaan sehingga harga saham cenderung rendah. Penjualan saham tidak menghasilkan dana yang cukup sehingga kegiatan-kegiatan yang bisa meningkatkan pertumbuhan perusahaan terancam tertunda atau tidak berjalan seperti yang dikehendaki. Lebih jauh, keterbasasan modal menyebabkan perusahaan sangat selektif dalam memilih proyek-proyek investasi dan cenderung menahan diri untuk melakukan investasi. Sebagai akibatnya, perusahaan mengalami *underinvestment*

2.3 Strategi Bisnis

Miles et al. (1978) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dapat dipisahkan ke dalam empat kelompok berdasarkan strategi bisnis yang dijalankan. Lebih lanjut mereka mengusulkan empat tipologi strategi bisnis yaitu *prospector*, *defender*, *analyzer*, dan *reactor*. Pengelompokan strategi bisnis tersebut berdasarkan adaptasi pola pasar produk, teknologi, struktur organisasi, dan proses yang dilakukan untuk bersaing. Namun para peneliti lebih sering membandingkan dua tipologi yang berada pada dua titik ekstrim yang saling bertentangan dalam hal tujuan dan keputusan investasi. Tipologi tersebut adalah *prospector* dan *defender*.

Menurut Miles et al. (1978), perusahaan yang masuk dalam kategori *prospector* menitikberatkan inovasi produk dan membuka pasar baru di berbagai Kawasan untuk meningkatkan pertumbuhan. Mereka lebih berani mengambil risiko dan terus menerus mengamati

trend bisnis yang ada untuk menciptakan pasar baru. Bagi *prospector*, inovasi produk dan menciptakan pasar baru sama pentingnya dengan mengejar profitabilitas yang tinggi. Dalam rangka mencapai target pertumbuhan, *prospector* melakukan investasi pada individu dan kelompok yang mampu menemukan peluang-peluang bisnis yang baru. Untuk mencapai tujuannya, *prospector* cenderung menghindari teknologi tunggal tetapi menerapkan berbagai teknologi yang fleksibel terhadap perubahan, Lebih jauh lagi, *prospector* membuka peluang yang luas bagi tenaga-tenaga ahli dalam bidang pemasaran, riset, pengembangan produk, dan menerapkan mekanisme kontrol yang terdesentralisasi. Selain itu, *prospector* juga menggunakan mekanisme koordinasi yang kompleks, pengukuran kinerja organisasi yang sangat kompetitif, sistem penghargaan yang terfokus pada pemasaran, riset, dan pengembangan (Miles et al., 1978).

Sementara itu, menurut Miles et al. (1978), perusahaan dengan tipologi *defender* lebih fokus pada efisiensi dan mempertahankan pangsa pasar perusahaan di *product-market* yang sempit. Mereka tidak tertarik pada inovasi produk dan mencari pasar baru tetapi berupaya untuk mempertahankan keunggulan dengan menciptakan citra positif sebagai perusahaan yang relatif stabil. *Defender* cenderung mengabaikan trend bisnis diluar domain utamanya. Karena tidak tertarik melakukan inovasi produk, maka fokus utama *defender* adalah maksimalisasi efisiensi produksi melalui penerapan *single core technology*, *cost-efficient technology*, dan peningkatan kontinuitas teknologi dalam upaya menjaga efisiensi produksi dan distribusi. Untuk mengejar efisiensi, *defender* menerapkan pengawasan yang ketat dengan mempekerjakan tenaga ahli produksi dan *cost-control specialist*, perencanaan intensif yang berorientasi pada biaya dan efisiensi, serta struktur fungsional yang ditandai dengan pembagian kerja yang luas, kontrol terpusat, mekanisme koordinasi yang sederhana, komunikasi melalui saluran hierarki formal,

kinerja organisasi yang diukur melalui perbandingan dengan kinerja tahun sebelumnya dan sistem penghargaan yang terfokus pada pencapaian produksi dan keuangan.

2.4 Struktur Kepemilikan Saham

Upaya-upaya yang dilakukan pihak luar untuk mengawasi jalannya perusahaan dipengaruhi oleh struktur kepemilikan saham. Investor yang hanya memiliki proporsi saham yang kecil kurang tertarik menggunakan waktu dan sumber daya yang dimiliki mengawasi perusahaan. Tidak demikian dengan investor besar. Jumlah investasi yang mereka keluarkan begitu besar sehingga perlu memastikan bahwa investasi tersebut menghasilkan return yang memuaskan. Salah satu pemegang saham dalam jumlah yang besar adalah investor institusional. Investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, dan reksa dana memiliki dorongan yang lebih kuat dibandingkan investor individu untuk mengawasi aktivitas manajemen karena kerugian yang harus mereka tanggung akibat salah urus perusahaan jauh lebih besar daripada investor individual. Mereka perlu memastikan bahwa manajer telah menjalankan tugas dan wewenang secara bertanggung jawab untuk membawa perusahaan menjadi lebih kompetitif dan menguntungkan. Fenomena kepemilikan saham yang hanya terkonsentrasi pada beberapa investor institusional sering ditemukan dalam pasar modal di negara berkembang, termasuk di Indonesia.

Hasil-hasil riset terdahulu menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berperan penting dalam mengurangi masalah keagenan (Cho, 1998; Shleifer dan Vishny; 1986; La Porta et.al 1999). Menurut hipotesis *efficient monitoring*, semakin tinggi konsentrasi kepemilikan, maka semakin tinggi pula motivasi pemegang saham besar (*large stock holder*) untuk melakukan pengawasan terhadap perusahaan. Pemegang saham dalam jumlah besar (*multiple large shareholders*) lebih bersedia untuk berperan aktif dalam mempengaruhi keputusan-keputusan perusahaan mengingat potensi keuntungan yang bisa diperoleh dari keterlibatan yang lebih aktif (Grossman and Hart (1986). Menurut Adelopo et al. (2019), Pemegang saham dalam jumlah besar (MLS) adalah institusi/individu yang memiliki paling sedikit 3% saham perusahaan. Sementara menurut Maury (2005), MLS merupakan kelompok pemegang saham dengan kepemilikan paling sedikit 10% .

Menurut kerangka teori agensi, pengawasan yang dilakukan MLS dapat mengurangi konflik agensi (Maury & Pajuste, 2005). Pada satu sisi, MLS dapat membantu pemegang saham minoritas dengan berperan untuk mengawasi manajemen (Maury & Pajuste, 2005). Tetapi di sisi lain, MLS dapat melakukan koalisi sehingga merugikan pemegang saham minoritas (Shleifer & Vishny, 1997) dalam (Maury & Pajuste, 2005). Hal ini dapat memindahkan masalah keagenan yang semula merupakan konflik antara pemilik dan manajemen menjadi konflik antara pemilik yang berbeda (Adelopo et al., 2019). Tetapi studi yang dilakukan oleh Attig (2008) dalam Jiang et al. (2018) menemukan bahwa kehadiran dan fungsi pengawasan dari MLS dapat mengurangi biaya pendanaan ekuitas dan meningkatkan keinformatifan laba (Boubaker & Sami, 2011 dalam Jiang et al., 2018).

2.5 Pengembangan Hipotesis

2.2.1 Strategi Bisnis dan Efisiensi Investasi

Prospektor selalu berupaya mengeksplorasi pasar-pasar baru untuk produk baru mereka sehingga membutuhkan investasi yang besar dalam riset dan pengembangan. Penekanan terus menerus terhadap inovasi mendorong manajer untuk melakukan investasi secara berlebihan (*overinvestment*) dan kurang hati-hati dalam merasionalisasi dan mengawasi keputusan investasinya (Miles et al., 1978; Navissi et al., 2017). Manajer yang menerapkan strategi *prospector* selalu terdorong untuk memanfaatkan setiap kesempatan investasi dan tidak jarang mereka melakukannya pada proyek yang memiliki NPV negatif. Tanpa disadari, manajer berupaya meningkatkan pertumbuhan perusahaan yang melebihi ukuran optimalnya (Jensen, 1986). Di sisi lain, *defender* cenderung lebih rasional dalam mendorong pertumbuhan melalui efisiensi produksi dan distribusi sehingga menghindari investasi yang tidak relevan dan selalu berupaya mencari cara untuk menekan biaya produksi dan distribusi. Namun dalam situasi yang ekstrim, kecenderungan untuk tidak berinvestasi pada proyek-proyek yang membutuhkan dana yang besar berakibat pada rendahnya tingkat investasi perusahaan sehingga terjadi *underinvestment*. Di samping itu, penerapan prosedur-prosedur yang ketat untuk mengurangi risiko mendorong manajer untuk menolak proyek berisiko meskipun memiliki arus kas bersih yang positif sehingga perusahaan mengalami *underinvestment* (Navissi et al., 2017).

Berdasarkan argumen konseptual di atas dapat dipahami bahwa pengaruh strategi bisnis terhadap efisiensi investasi tidak dapat ditentukan secara definitif. Karena itu, hipotesis yang menghubungkan strategi bisnis dan efisiensi investasi tidak dinyatakan dalam arah tertentu.

H_1 : Strategi bisnis kemungkinan besar berhubungan dengan efisiensi investasi.

2.2.2 *Multiple Large Shareholders* dan Efisiensi Investasi

Teori agensi mengisyaratkan bahwa pengawasan yang efektif dapat menurunkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Konflik kepentingan muncul karena adanya asimetri informasi yang memberi kesempatan bagi manajer untuk menggunakan sumber daya perusahaan demi kepentingan pribadi dan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Untuk mencegah tindakan oportunistik tersebut, perusahaan perlu menerapkan sistem pengendalian internal yang dapat mencegah manajer menyalahgunakan sumber daya perusahaan secara tidak bertanggung jawab. Selain mengembangkan sistem pengendalian internal yang kuat, pengawasan terhadap manajer akan menjadi semakin efektif dengan keterlibatan aktif para pemegang saham yang berada di luar perusahaan.

Pemegang saham dengan jumlah besar (*multiple large shareholders/MLS*) menjadi pihak yang paling relevan dalam menjalankan fungsi pengawasan eksternal. Dibandingkan pemegang saham lainnya, mereka adalah kelompok yang paling menderita apabila saham perusahaan mengalami penurunan. Mengingat tingginya risiko investasi yang mereka hadapi, pemegang saham besar sudah seharusnya terlibat aktif dalam memantau arah kebijakan perusahaan dan mengawasi perilaku manajer yang menjurus ke tindakan oportunistik. Kepemilikan saham dalam jumlah besar umumnya dimiliki investor institusional yang memiliki sumber daya yang cukup untuk melakukan pengawasan. Investor dengan kepemilikan saham yang besar dapat menekan asimetri informasi dan masalah keagenan (Maury & Pajuste, 2005). Keberadaan MLS menutup ruang bagi manajer untuk melakukan tindakan oportunistik sehingga terjadi keselarasan tujuan antara perusahaan dan pemegang saham. Selain mengawasi manajer, MLS juga dapat berperan aktif dalam mengawasi pemegang saham lainnya sehingga kebijakan perusahaan dapat diterapkan dengan lebih baik (Shleifer & Vishny, 1986, 1997).

Pengawasan yang dilakukan oleh MLS diekspektasi dapat mencegah terjadinya *moral hazard* dan *adverse selection*. Dengan menurunnya *moral hazard*, motivasi manajer untuk berinvestasi pada proyek yang berisiko tinggi menjadi menurun. Kebijakan investasi yang lebih rasional dan penuh perhitungan mencegah terjadinya *overinvestment*. Demikian pula dengan *adverse selection*. Kondisi *adverse selection* terjadi ketika investor membeli saham perusahaan yang seharusnya tidak mereka beli dan sebaliknya tidak membeli saham yang seharusnya mereka beli. Hal ini bisa terjadi karena harga saham tidak mencerminkan fundamental perusahaan. Pengawasan yang ketat oleh MLS menekan *adverse selection* sehingga pemahaman investor saham dan manajer tentang kondisi perusahaan yang sesungguhnya menjadi relatif sama. Akibatnya, harga saham mencerminkan nilai fundamental perusahaan. Dalam situasi seperti ini, kemungkinan terjadinya *undervalue* bagi perusahaan yang berkinerja baik dan *overvalue* bagi perusahaan yang berkinerja buruk menjadi sangat kecil sehingga kelebihan kas dari penjualan saham tidak terjadi dan *overinvestment* dapat dihindari.

Berdasarkan argumen konseptual dan hasil penelitian sebelumnya, hubungan MLS dan efisiensi investasi dapat dinyatakan dalam hipotesis berikut ini:

H_2 : Keberadaan *multiple large shareholders* kemungkinan besar meningkatkan efisiensi investasi

2.2.3 Karakteristik Manajerial dan Efisiensi Investasi

Manajer memiliki peran yang penting terhadap kebijakan investasi yang dijalankan dalam suatu perusahaan. Tim manajemen yang berkualitas diekspektasi mampu mengambil keputusan-keputusan strategis yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Yung & Chen (2017) menyatakan bahwa kemampuan manajerial secara signifikan mempengaruhi kebijakan perusahaan. Manajer yang memiliki kemampuan manajerial tinggi cenderung lebih berani mengambil risiko

dibandingkan manajer dengan kemampuan rendah. Hasil penelitian Yung & Chen (2017) menunjukkan bahwa manajer dengan kemampuan manajerial yang tinggi mampu meningkatkan nilai perusahaan relatif terhadap manajer dengan kemampuan manajerial yang rendah.

Gan (2018) melaporkan bahwa kemampuan manajerial yang tinggi berhubungan dengan efisiensi investasi yang tinggi. Semakin tinggi kemampuan manajerial maka semakin rendah kemungkinan perusahaan mengalami *overinvestment* dan *underinvestment*. Pada perusahaan yang cenderung mengalami *underinvestment*, hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer yang memiliki kemampuan manajerial yang tinggi mengalokasikan dana yang lebih tinggi untuk kegiatan *Research and Development* (R&D) dan pengeluaran akuisisi. Sebaliknya, pada perusahaan yang cenderung mengalami *overinvestment*, hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer yang memiliki kemampuan manajerial yang tinggi mengurangi investasi dalam pengeluaran akuisisi dan total investasi modal.

Lai dan Liu (2017) mengatakan bahwa pengetahuan dan pendidikan anggota tim manajemen mencerminkan kualitas manajerial. Tim manajemen yang memiliki tingkat pendidikan yang lebih tinggi memiliki keahlian dalam mengidentifikasi proyek-proyek yang memiliki NPV positif. Lebih jauh mereka mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki tim manajemen dengan tingkat pendidikan yang tinggi meningkatkan reputasi perusahaan, menurunkan asimetri informasi dan pada akhirnya menurunkan *financial constraints*. Mueller (2002) memberi bukti bahwa manajer puncak yang memiliki tingkat pendidikan yang tinggi lebih ahli dalam mencari solusi-solusi yang tepat untuk masalah-masalah yang kompleks yang dihadapi perusahaan dan lebih mudah menerima inovasi. Sementara Harvey (2001) melaporkan hasil survei yang menunjukkan bahwa manajer dengan gelar MBA menggunakan teknik-teknik valuasi yang lebih kompleks. Khurana et al., (2018) melaporkan bahwa keahlian manajerial yang rendah memperparah inefisiensi investasi.

Dengan demikian patut diduga bahwa kemampuan manajerial berkorelasi dengan tingkat pendidikan dan pada akhirnya mempengaruhi efisiensi investasi.

Berdasarkan argumen konseptual dan hasil penelitian terdahulu, hubungan tingkat Pendidikan dan efisiensi investasi dapat dinyatakan dalam hipotesis berikut ini:

H_3 : Perusahaan yang memiliki keahlian manajerial yang tinggi kemungkinan besar lebih efisien dibandingkan perusahaan lain yang memiliki keahlian manajerial yang rendah.

Sesuai dengan teori *Upper Echellon*, karakteristik manajerial dapat merefleksikan pilihan strategis dan tingkat kinerja sebuah organisasi. Teori tersebut menyatakan bahwa pengambilan keputusan strategis manajer dipengaruhi oleh karakteristik personal manajer seperti gaya kognitif, nilai, dan dasar pengetahuan (Hambrick & Mason, 1984). Penelitian Lai & Liu (2017) menunjukkan bahwa karakteristik manajerial berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi. Manajer dengan reputasi yang baik cenderung memberikan informasi yang lebih kredibel tentang manfaat masa depan dari proyek investasi perusahaan kepada pihak eksternal. Informasi yang lebih transparan mengurangi asimetri informasi dan pada gilirannya mendorong manajer untuk mengambil keputusan investasi yang rasional dan tidak menahan diri untuk mengambil proyek investasi yang menjanjikan NPN positif. Dengan demikian, *underinvestment* dapat dihindari. Manajer yang bereputasi mengambil keputusan investasi secara rasional berdasarkan NPV yang positif dan menghindari proyek-proyek yang memiliki NPV negatif. Dalam kondisi seperti ini, *overinvestment* akan dapat dihindari. Apabila proyek-proyek investasi seperti penambahan pabrik baru, ekspansi bisnis, inovasi produk, dan perluasan pasar berjalan dengan efisien, maka pendapatan perusahaan akan meningkat dan berdampak positif pada nilai perusahaan. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Jian & Lee (2011).

Jian & Lee (2011) melaporkan adanya hubungan positif antara reputasi Manajerial dan investasi modal perusahaan. Manajer yang memiliki reputasi yang baik cenderung memilih proyek investasi dengan NPV yang positif. Perusahaan dengan manajer yang bereputasi baik juga akan menghasilkan peningkatan kinerja operasi pasca investasi yang jauh lebih baik dibandingkan perusahaan dengan manajer yang kurang bereputasi (Jian & Lee, 2011). Manajer dengan kemampuan dan reputasi yang lebih baik akan menyampaikan kondisi perusahaan secara lebih transparan kepada pihak luar sehingga dapat mengurangi asimetri informasi yang dihadapi perusahaan di pasar ekuitas. Karena itu, manajer dengan reputasi yang baik akan memilih proyek NPV yang lebih besar (Chemmanur et al., 2009).

Berdasarkan argumen konseptual dan hasil-hasil penelitian sebelumnya maka hubungan reputasi manajer dan efisiensi investasi dinyatakan sebagai berikut:

***H₄* : Perusahaan yang memiliki reputasi manajerial yang tinggi kemungkinan besar lebih efisien dibandingkan perusahaan lain yang memiliki reputasi manajerial yang rendah.**

2.2.4 Manajemen Laba dan Efisiensi Investasi

Menurut teori keagenan, manajemen laba terjadi karena adanya asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham tidak memiliki informasi relevan yang dapat digunakan untuk mengawasi keputusan dan kebijakan yang diambil manajer sehingga dapat meningkatkan praktik manajemen laba (Richardson, 1998). Perilaku oportunistik manajer semakin meningkat ketika kompensasi manajer dikaitkan dengan laba yang dihasilkan perusahaan. Praktik manajemen laba menurunkan transparansi laporan keuangan karena laporan keuangan yang disajikan tidak mencerminkan keadaan yang sebenarnya atau menyesatkan pengguna laporan

keuangan. Barth et al. (2008) melaporkan bahwa laporan keuangan yang berkualitas memiliki tingkat manajemen laba.

Studi yang telah dilakukan sebelumnya menemukan bahwa kualitas informasi keuangan yang tinggi dapat meningkatkan efisiensi investasi karena pemegang saham menggunakan informasi keuangan untuk memonitor kinerja manajemen (Biddle et al., 2009; Butar Butar, 2015; Lambert et al., 2007; Purnomo, 2017). Kualitas informasi keuangan yang tinggi dapat mengurangi kesenjangan informasi antara manajemen dengan pemegang saham sehingga meningkatkan efisiensi investasi (Biddle et al., 2009). Ketika perbedaan informasi yang dimiliki antara pemegang saham dan manajemen rendah, maka pemegang saham dapat berperan sebagai pengawas terhadap manajemen dan merespons secara rasional kebijakan investasi yang dilakukan oleh manajemen sehingga efisiensi investasi meningkat.

Konsisten dengan penelitian sebelumnya terkait efisiensi investasi dan kualitas laporan keuangan, Linhares et al. (2018) menguji pengaruh kualitas laporan keuangan yang diprosikan melalui manajemen laba terhadap efisiensi investasi dan menemukan bahwa semakin tinggi tingkat manajemen laba, semakin besar pula kemungkinannya perusahaan melakukan inefisiensi.

Berdasarkan argumen konseptual yang telah dipaparkan maka hubungan manajemen laba dan efisiensi dinyatakan dalam hipotesis berikut:

H_5 : Semakin tinggi manajemen laba maka semakin tinggi pula kemungkinannya perusahaan tidak efisien.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2015-2019. Dari populasi tersebut, sejumlah perusahaan dipilih sebagai sampel dengan menggunakan metode penyamplingan *purposive sampling*. Sampel perusahaan yang dipilih harus memenuhi kriteria-kriteria tertentu sehingga layak digunakan untuk pengujian hipotesis. Kriteria-kriteria yang harus dipenuhi adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan menerbitkan laporan tahunan periode 2015-2019. 2) Laporan tahunan perusahaan tersedia di situs resmi Bursa Efek Indonesia dengan alamat www.idx.co.id. 3) Perusahaan tidak termasuk dalam industri keuangan dan asuransi. Perusahaan yang masuk dalam kelompok industri keuangan dan asuransi memiliki karakteristik akrual yang berbeda. 4) Laporan tahunan menyediakan data yang diperlukan untuk mengukur variabel-variabel penelitian. Kriteria pengambilan sampel secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 3.1.

Tabel 3. 1 Kriteria Pengambilan Sampel

Keterangan	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Perusahaan terdaftar di BEI	502	516	553	608	663	2842
Laporan tahunan tidak tersedia	(17)	(10)	(10)	(15)	(29)	(81)
Perusahaan keuangan dan asuransi	(86)	(90)	(93)	(97)	(100)	(466)
Total Sampel	399	416	450	496	534	2295

Sumber: Website BEI

Selama periode penelitian ada 2295 observasi (*firm sample years*) yang tersedia untuk digunakan dalam pengujian hipotesis. Angka tersebut tidak mengindikasikan banyaknya perusahaan tetapi akumulasi jumlah sampel perusahaan yang diperoleh selama lima tahun.

3.2 Definisi dan Pengukuran

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah efisiensi investasi. Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap efisiensi investasi. Dari sembilan variabel independen yang digunakan, lima variabel merupakan variabel independen utama dan sisanya merupakan variabel kontrol. Penjelasan mengenai definisi dan pengukuran variabel dapat dilihat di bawah ini.

1) Efisiensi investasi

Efisiensi investasi adalah suatu keadaan dimana investasi yang dilakukan pada proyek-proyek yang mendorong pertumbuhan penjualan telah sesuai dengan kebutuhan dan ketersediaan modal. Dalam kondisi ideal seperti ini, perusahaan tidak mengalami *underinvestment* atau *overinvestment*. Secara praktis, investasi yang efisien terjadi ketika pertumbuhan penjualan mengikuti penambahan investasi. Apabila investasi bertambah tetapi penjualan tidak meningkat maka terjadi inefisiensi investasi. Inefisiensi investasi bisa disebabkan *underinvestment* atau *overinvestment*. Dalam penelitian ini, efisiensi investasi diukur menggunakan nilai residual dari estimasi model regresi yang menghubungkan total investasi dan pertumbuhan penjualan seperti yang diusulkan dalam Biddle et al. (2009). Berikut persamaan regresi yang digunakan untuk mengukur efisiensi investasi yang diambil dari Biddle et al., (2009).

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

Keterangan:

$INVEST_{i,t}$: Investasi perusahaan i pada periode t yang diperoleh dari selisih kenaikan aset berwujud dan aset tidak berwujud tahun t dibandingkan dengan t-1 dan diskalakan dengan total aset tahun lalu

$Sales\ Growth_{i,t}$: Persentase perubahan penjualan dari t-2 ke t-1.

Residual dari persamaan regresi tersebut mencerminkan seberapa efisien perusahaan menggunakan arus kas yang diperoleh dari penjualan untuk diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menghasilkan keuntungan. Nilai residual yang diperoleh dari persamaan regresi ditransformasi kedalam nilai absolut untuk menghindari *overinvestment* dan *underinvestment* saling meniadakan (*cancel out*). Nilai residual yang telah diabsolutkan tersebut diurutkan dari yang terkecil hingga yang terbesar untuk menentukan nilai median. Pengukuran yang berada di atas Median mencerminkan perusahaan yang relatif lebih efisien dalam mengelola sumber daya yang dimiliki dan diberi kode 1. Sedangkan pengukuran yang letaknya berada di bawah Median adalah perusahaan yang kurang efisien dan diberi kode 0. Jadi, dalam penelitian ini efisiensi investasi merupakan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika perusahaan termasuk perusahaan yang efisien dan 0 jika kurang efisien.

2) Strategi Bisnis

Pengukuran strategi bisnis mengikuti Navissi et al. (2017). Ada empat rasio yang digunakan untuk mengukur strategi bisnis perusahaan: 1) Rasio jumlah karyawan terhadap penjualan selama lima tahun. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan dan mendistribusikan produk dan jasa secara efisien. 2) Rasio pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan persentase perubahan penjualan. 3) Rasio biaya penjualan, umum, dan administrasi (*selling, general, and administrative*) terhadap penjualan. 4) Standar deviasi total karyawan yang dihitung dari lima tahun sebelumnya. Setelah keempat rasio tersebut dihitung, langkah selanjutnya

adalah mengurutkan rasio dari terendah hingga tertinggi dan dibagi menjadi lima kelompok (*quintile*). Perusahaan yang memiliki skor 1 untuk keempat variabel akan memiliki total skor akhir 4 dan perusahaan yang memiliki skor 5 untuk keempat variabel akan mendapat total skor 20. Dengan demikian, skor akhir berada dalam rentang 4-20. Langkah selanjutnya adalah membandingkan skor yang diperoleh perusahaan dengan nilai Median. Perusahaan dikelompokkan sebagai *prospector* jika skor ≥ 12 (Median) dan diberi kode 1. Sebaliknya, perusahaan dikategorikan *defender* jika total skor < 12 dan diberi kode 0. Semakin tinggi (rendah) skor mengindikasikan tendensi perusahaan menuju strategi *prospector* (*defender*) (Navissi et al., 2017).

3) Multiple Large Shareholders

Kelompok pemegang saham besar (*Multiple Large Shareholders*) adalah kelompok pemegang saham yang memiliki saham suatu perusahaan dalam jumlah yang besar. Untuk menentukan kelompok pemegang saham besar dalam suatu perusahaan, penelitian ini mengikuti pengelompokan yang digunakan Maury (2005). MLS adalah variabel *dummy* yang bernilai 1 jika perusahaan memiliki dua atau lebih pemegang saham dengan kepemilikan $\geq 10\%$ dan 0 jika sebaliknya.

4) Keahlian Manajerial

Keahlian manajerial yang dimaksud dalam penelitian adalah keahlian direktur yang menjadi bagian dari Dewan Direksi perusahaan. Dalam penelitian ini, pengukuran keahlian manajerial mengikuti salah satu proksi yang digunakan dalam Chemmanur et al. (2015) yaitu persentase anggota Dewan Direksi yang memiliki gelar MBA (*Master of Business Administration*) atau M.M (Magister Manajemen). Semakin tinggi persentase anggota Dewan Direksi yang memiliki gelar MBA atau M.M, maka semakin tinggi pula keahlian manajerial Dewan Direksi.

5) Reputasi Manajerial

Reputasi manajerial adalah reputasi yang dimiliki Dewan Direksi dikalangan komunitas bisnis. Pengukuran reputasi manajerial diadopsi dari Chemmanur et al. (2015) setelah disesuaikan dengan aturan yang berlaku di Indonesia. Berbeda dengan Chemmanur et al. (2015) yang menggunakan persentase anggota direksi yang menduduki jabatan yang sama di perusahaan lain, penelitian ini menggunakan persentase anggota direksi yang menduduki jabatan sebagai anggota Dewan Komisaris di perusahaan lain. Perlu dicatat bahwa peraturan pasar modal Indonesia melarang seseorang menjabat sebagai anggota direksi dalam dua perusahaan perusahaan publik yang terdaftar di BEI. Jika seorang direktur menjabat sebagai anggota Komisaris di perusahaan lain berarti dia dianggap memiliki kapabilitas manajerial yang baik sehingga dipakai di perusahaan-perusahaan lain. Semakin banyak anggota direksi yang menjabat Dewan Komisaris di perusahaan lain, maka semakin tinggi pula reputasi manajerial yang dimiliki Dewan Direksi.

6) Manajemen Laba

Manajemen laba (NDACC) diukur menggunakan *Modified Jones Model* dengan mengestimasi persamaan berikut ini:

$$NDACC_{it} = \beta_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

Keterangan: $NDACC_{it}$ = AkruaI non-diskresioner atau *non-discretionary accruals* perusahaan i pada periode t; $TA_{i,t-1}$ = Total aset (*total assets*) perusahaan i pada periode t-1; ΔREV_{it} = Perubahan pendapatan (*revenue*) perusahaan i pada periode t; ΔREC_{it} = Perubahan piutang (*receivables*) perusahaan i pada periode t; PPE_{it} = Nilai aset tetap (*property, plant, and equipment*) perusahaan i pada periode t.

Akrual diskresioner (DACC) yang diperoleh kemudian diabsolutkan untuk mencegah akrual diskresioner negatif yang berdampak pada penurunan laba dan akrual diskresioner positif yang berdampak pada kenaikan laba untuk saling meniadakan (*cancel out*).

3.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol dimasukkan ke dalam model regresi untuk mengendalikan perbedaan karakteristik dan tata kelola perusahaan. Ada empat variabel kontrol yang digunakan yaitu, tingkat utang (DER) yang diukur dari perbandingan total utang dan total ekuitas, ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma total aset (SIZE), profitabilitas (ROA) yang diukur dengan rasio laba bersih terhadap total aset, dan arus kas operasi yang dideflasi dengan total aset (CFO). Berdasarkan penelitian sebelumnya diketahui bahwa tingkat utang, ukuran perusahaan, profitabilitas dan arus kas operasi mempengaruhi efisiensi investasi (Jiang et al., 2018; Linhares et al., 2018; Navissi et al., 2017)

3.4 Model Regresi Logistik

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan regresi logistik yang interpretasinya dalam bentuk probabilitas. Regresi logistik memiliki ciri khas yaitu variabel dependen dinyatakan dalam bentuk binari. Jadi model logistik menguji seberapa besar kemungkinannya variabel independen masuk dalam kategori 1 atau 0. Model regresi logistik yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 STRAT_{it} + \beta_2 MLS_{it} + \beta_3 MBA_{it} + \beta_4 REPUT_{it} + \beta_5 EMAN_{it} + \beta_6 DER_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CFO_{it} + \varepsilon$$

Keterangan : EFF: Efisiensi investasi, merupakan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika perusahaan masuk dalam kelompok perusahaan yang efisien dan 0 jika sebaliknya.; STRAT: Strategi bisnis, merupakan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika prospector dan 0 jika defender. MLS: *Multiple large shareholders* MBA: Keahlian manajerial, REPUT: Reputasi anggota Dewan Direksi, EMAN: Manajemen Laba, AUDIT: Kualitas Auditor, DER : Rasio utang terhadap ekuitas; SIZE: Ukuran perusahaan; ROA: Rasio laba bersih terhadap total aset; CFO: Arus kas operasi.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Jumlah observasi yang terkumpul berdasarkan kriteria pengambilan sampel adalah 2.295 observasi (*firm-year samples*) seperti yang telah dijelaskan sebelumnya. Untuk mengurangi pengaruh nilai ekstrim terhadap hasil pengujian hipotesis, sebanyak 160 observasi dikeluarkan dari sampel sehingga jumlah observasi akhir yang tersedia untuk pengujian hipotesis adalah 2135 observasi. Statistik deskriptif untuk tiap-tiap variabel disajikan dalam Tabel 4.1.

Tabel 4.1
Statisik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Dev. Standar
EFF	2135	0	1	0,511	0,500
STRAT	2135	0	1	0,580	0,494
MLS	2135	0	1	0,530	0,499
MBA	2135	0	1	0,152	0,194
REPUT	2135	0	1	0,225	0,283
EMAN	2135	0	3,920	0,125	0,232
DER	2135	0,003	9,550	1,234	1,326
SIZE	2135	22,760	33,490	28,610	1,627
ROA	2135	-0,780	1,690	0,046	0,111
CFO	2135	-3,670	2,840	0,059	0,343

Sumber data: Hasil Olahan SPSS

Dalam penelitian ini ada tiga variabel *dummy* yang digunakan yaitu efisiensi investasi (EFF), strategi bisnis (STRATA), dan *multiple shareholders* (MLS). Perlu dicatat bahwa secara matematika, rata-rata observasi yang diperoleh dari suatu variabel *dummy* menunjukkan jumlah

persentase untuk observasi yang diberi kode 1. Interpretasi tidak akan berbeda ketika variabel *dummy* ditampilkan dalam tabel persentase secara terpisah. Karena itu, statistik deskriptif untuk ketiga variabel *dummy* tersebut tidak disajikan dalam tabel terpisah.

Dari tabel 4.1 dapat dilihat bahwa efisiensi investasi (EFF) memiliki nilai rata-rata 0,511 yang mengindikasikan bahwa lebih dari separuh observasi masuk kelompok perusahaan yang efisien dalam mengelola sumber daya yang dimiliki. Perlu diingat bahwa EFF merupakan variabel *dummy* yang ditentukan berdasarkan posisi observasi terhadap nilai Median. Jadi nilai minimum sebesar 0 yang dilaporkan dalam tabel merupakan kelompok observasi yang tergolong tidak efisien dalam mengelola sumber daya perusahaan dan nilai maksimum 1 merupakan kelompok observasi yang efisien. Strategi perusahaan (STRAT) memiliki rata-rata sebesar 0,580. Ini mengindikasikan bahwa 58% perusahaan sampel menggunakan strategi *prospector*. Sedangkan sisanya sebesar 42% menggunakan strategi *defender*. Pemegang saham besar (MLS) yang memiliki rata-rata 0,530 menunjukkan bahwa 53% perusahaan sampel dimiliki oleh beberapa pemegang saham besar. Keahlian manajerial (MBA) memiliki rata-rata 0,152. Ini menunjukkan bahwa 15,2% perusahaan sampel dikelola oleh manajer yang memiliki gelar MBA atau MM. Untuk reputasi manajerial (REPUT), sebanyak 22,5% dari anggota direksi perusahaan merangkap jabatan sebagai Dewan Direksi di perusahaan lain.

Manajemen laba (EMAN) yang memiliki rata-rata 0,125 mengindikasikan bahwa upaya manajer dalam mempengaruhi laba setara dengan 12,5% aset perusahaan. Untuk variabel kontrol, angka-angka statistik menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan menengah dengan tingkat profitabilitas 4,6%, mengutamakan utang daripada ekuitas sebagai sumber pendanaan, dan menghasilkan arus kas operasi positif yang setara dengan 5,9% dari total aset yang dimiliki perusahaan.

4.2 Koefisien Korelasi

Untuk memahami pola hubungan antara variabel secara lebih detail, maka sebelum pengujian hipotesis korelasi antar variabel dependen dan variabel independen disajikan terlebih dahulu. Tabel 4.2 menampilkan koefisien korelasi dari semua variabel yang digunakan termasuk variabel kontrol. Namun pembahasan lebih ditekankan pada hubungan antara efisiensi investasi dan variabel-variabel independen yang dimasukkan dalam hipotesis penelitian.

Dari Tabel 4.2 dapat dilihat bahwa hanya ada satu variabel utama yang berhubungan signifikan dengan EFF yaitu reputasi manajerial. Hasil korelasi tersebut memberi bukti awal untuk menerima H4 dan menolak H1, H2, H3, dan H5. Beberapa hal menarik lain yang dapat dilihat dari korelasi antara variabel utama: 1) Manajer yang memiliki gelar MBA (MM) cenderung memiliki reputasi yang baik. 2) Perusahaan yang menggunakan strategi *defender* cenderung melakukan manajemen laba. 3) Perusahaan yang tidak memiliki pemegang saham besar cenderung melakukan manajemen laba. 4) Perusahaan yang dikelola manajer yang memiliki reputasi manajerial yang tinggi cenderung tidak memiliki pemegang saham besar.

Dari empat variabel kontrol yang digunakan, ada tiga variabel yang berhubungan signifikan dengan EFF yaitu SIZE, ROA, dan CFO. Hasil korelasi tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang efisien dalam mengelola sumber daya cenderung lebih menguntungkan, memiliki ukuran yang lebih besar dan memiliki arus kas operasi yang lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak efisien. Sementara itu, koefisien korelasi variabel kontrol dengan variabel independen lain menunjukkan hal-hal berikut ini: 1) Perusahaan yang efisien cenderung lebih menguntungkan (*profitable*), berukuran besar, dan memiliki arus kas operasi yang lebih sedikit. 2) Perusahaan yang menggunakan strategi *prospector* cenderung tidak melakukan manajemen laba, berukuran lebih

kecil, kurang menguntungkan, dan memiliki arus kas operasi yang sedikit. 3) Perusahaan yang dimiliki beberapa pemegang saham besar cenderung melakukan manajemen laba, berukuran kecil, kurang menguntungkan, dan memiliki arus kas operasi yang lebih sedikit. 4) Perusahaan yang banyak memiliki manajer dengan gelar MBA (MM) cenderung berukuran besar dan memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi. 5) Perusahaan dengan reputasi manajerial yang tinggi cenderung melakukan manajemen laba dan berukuran besar. 6) Perusahaan yang melakukan manajemen laba yang tinggi cenderung berukuran kecil, lebih menguntungkan, dan memiliki arus kas operasi yang lebih kecil.

Tabel 4.2 Koefisien Korelasi

	EFF	STRAT	MLS	MBA	REPUT	EMAN	DER	SIZE	ROA	CFO
EFF	1	-0,020	-0,023	0,001	0,108**	-0,009	-0,032	0,192**	0,153**	-0,077**
STRAT	-0,020	1	-0,036	0,019	-0,012	-0,089**	-0,032	-0,051*	-0,045*	-0,062**
MLS	-0,023	-0,036	1	-0,014	-0,102**	0,054*	0,009	-0,177**	-0,075**	-0,039
MBA	0,001	0,019	-0,014	1	0,156**	-0,041	0,071**	0,186**	0,034	0,007
REPUT	0,108**	-0,012	-0,102**	0,156**	1	-0,054*	0,014	0,275**	0,036	0,012
EMAN	-0,009	-0,089**	0,054*	-0,041	-0,054*	1	0,033	-0,164**	0,048*	-0,062**
DER	-0,032	-0,032	0,009	0,071**	0,014	0,033	1	0,130**	-0,215**	-0,012
SIZE	0,192**	-0,051*	-0,177**	0,186**	0,275**	-0,164**	0,130**	1	0,151**	0,086**
ROA	0,153**	-0,045*	-0,075**	0,034	0,036	0,048*	-0,215**	0,151**	1	0,152**
CFO	-0,077**	-0,062**	-0,039	0,007	0,012	-0,062**	-0,012	0,086**	0,152**	1

*Signifikan pada tingkat 5%, **Signifikan pada tingkat 1%

Sumber data: Hasil Olahan SPSS

4.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi logistik. Perlu dicatat bahwa regresi logistik tidak mengharuskan pengujian asumsi klasik seperti regresi berganda. Dalam regresi logistik, variabel dependen merupakan variabel *dummy* sehingga hasil analisis harus dilihat dalam konteks probabilitas. Dalam penelitian ini, efisiensi investasi merupakan variabel dependen yang diberi kode 1 untuk perusahaan yang masuk kategori efisien dan 0 untuk yang tidak efisien. Ada 2135 observasi yang tersedia untuk pengujian hipotesis. Tabel 4.3 menyajikan hasil analisis dari model regresi logistik yang menggunakan variabel kontrol dan tanpa variabel kontrol. Pada prinsipnya, model yang digunakan tetap sama tetapi regresi dilakukan dua kali. Regresi logistik yang pertama tanpa menggunakan variabel kontrol dan regresi logistik kedua memasukkan variabel kontrol. Tampilan seperti ini dimaksudkan untuk mempermudah interpretasi pengaruh variabel kontrol terhadap pengujian hipotesis. Estimasi model regresi tanpa variabel kontrol menunjukkan hanya reputasi manajerial (REPUT) yang berhubungan positif dengan efisiensi investasi pada tingkat signifikansi kurang dari 1%. Sedangkan empat variabel yang lain tidak berhubungan dengan efisiensi investasi. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dikelola direksi yang memiliki reputasi yang baik kemungkinan besar dapat mengelola aset perusahaan lebih efisien dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki direksi dengan reputasi yang baik.

Semua variabel kontrol, kecuali DER, berhubungan signifikan dengan efisiensi investasi. Hasil berbeda ditemukan untuk model dengan memasukkan empat variabel kontrol. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, variabel kontrol dimasukkan ke dalam model untuk mengendalikan perbedaan karakteristik perusahaan. Hasil regresi logistik menunjukkan bahwa tiga variabel kontrol yaitu SIZE, ROA, dan CFO dapat mengendalikan perbedaan karakteristik perusahaan. Arah koefisien SIZE dan ROA yang positif menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan dan

semakin *profitable* akan lebih efisien dalam mengelola sumber daya yang dimiliki. Ini konsisten dengan temuan Jiang et al. (2018), Linhares et al. (2018) dan Navissi et al. (2017). Walaupun reputasi manajerial tetap berhubungan positif signifikan dengan efisiensi investasi pada tingkat signifikansi yang juga kurang dari 1%, variabel tingkat pendidikan (MBA) yang sebelumnya tidak signifikan ternyata sekarang menjadi positif signifikan pada tingkat 5%. Tiga variabel lain yaitu strategi bisnis (STRAT), pemegang saham besar (MLS) dan manajemen laba (EMAN) tetap tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Namun perlu dicatat bahwa arah hubungan antara MBA dan STRAT tidak sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hipotesis tiga memprediksi bahwa semakin banyak anggota direksi yang bergelar MBA maka semakin tinggi keahlian manajerial dan semakin tinggi pula kemungkinannya sumber daya perusahaan dikelola lebih efisien. Estimasi model regresi logistik menunjukkan arah negatif yang mengindikasikan bahwa gelar MBA tidak menjamin pengelolaan sumber daya yang lebih efisien.

Tabel 4.3
Regresi Logistik Efisiensi Investasi

Variabel	<i>Expected Sign</i>	Tanpa Variabel Kontrol		Dengan Variabel Kontrol	
		Koefisien	<i>P-value</i>	Koefisien	<i>P-value</i>
STRAT	+/-	-0.080	0.365	-0.044	0.631
MLS	+	-0.052	0.557	0.084	0.363
MBA	+	-0.172	0.452	-0.502	0.035
REPUT	+	0.772	0.000	0.480	0.004
EMAN	-	-0.045	0.810	0.032	0,873
DER	-			-0.035	0.329
SIZE	+			0.235	0.000
ROA	+			3.072	0.000
CFO	+/-			-0.810	0.000

Sumber data: Hasil Olahan SPSS

4.5. Pembahasan

Hipotesis Satu

Hipotesis satu memprediksi strategi bisnis berhubungan dengan efisiensi investasi tetapi arah hubungan tidak bisa ditentukan secara definitif. Efisiensi investasi tercermin dari *underinvestment* atau *overinvestment*. Strategi bisnis merupakan variabel *dummy* yang diberi nilai 1 jika perusahaan menunjukkan karakteristik *prospector* dan 0 jika menunjukkan karakteristik *defender*. Sebelumnya telah dikemukakan bahwa perusahaan secara rasional menerapkan strategi bisnis yang paling sesuai dengan lingkungan bisnis di mana mereka beroperasi. Untuk mengantisipasi perubahan lingkungan yang cepat dan tidak terduga, perusahaan *prospector* lebih menekankan pada pengenalan produk-produk baru dan aktif mengeksplorasi peluang yang ada untuk menciptakan pasar baru di kawasan yang belum pernah dimasuki. Namun, upaya-upaya untuk mendorong inovasi dan investasi dapat dilakukan secara berlebihan yang mendorong manajer menjalankan proyek-proyek ambisius dan kurang hati-hati dalam merasionalisasi dan mengawasi keputusan investasinya (Miles et al., 1978; Navissi et al., 2017). Akibatnya perusahaan berisiko melakukan *overinvestment*. Di sisi lain, *defender* lebih rasional dan hati-hati dalam mendorong pertumbuhan. Namun dalam situasi yang ekstrim, kecenderungan tersebut memungkinkan terjadinya *underinvestment*. Situasi ini dapat diperparah oleh kebijakan *defender* yang menerapkan prosedur-prosedur ketat untuk mengurangi risiko (Navissi et al., 2017). Jadi secara konseptual, *prospector* dan *defender* sama-sama berpotensi melakukan inefisiensi investasi.

Estimasi model menggunakan regresi logistik tidak konsisten dengan prediksi tersebut. Hasil pengujian menunjukkan bahwa alokasi sumber daya ke proyek-proyek investasi tidak terpengaruh oleh strategi bisnis yang dijalankan perusahaan. Ada tiga kemungkinan yang bisa

diajukan untuk menjelaskan mengapa hubungan diantara kedua variabel tidak terdeteksi: 1) pemisahan perusahaan kedalam kelompok efisien dan tidak efisien berdasarkan nilai Median tidak menangkap perbedaan diantara kedua strategi tersebut. 2) Nilai residual hasil estimasi total investasi terhadap tingkat pertumbuhan yang ditransformasikan kedalam nilai absolut tidak menangkap efek perbedaan strategi bisnis terhadap efisiensi investasi. Hal ini bisa terjadi mengingat arah hubungan antara kedua variabel sulit ditentukan secara definitif. Ada kemungkinan strategi prospector hanya menyebabkan *overinvestment* tetapi tidak menyebabkan *underinvestment*. Sebaliknya, strategi defender hanya menyebabkan *underinvestment* tetapi tidak *overinvestment*. Transformasi nilai residual ke dalam nilai absolut mengasumsikan bahwa prospector dan defender bisa melakukan over/underinvestment. 3) Rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk memisahkan perusahaan ke dalam *prospector* dan *defender* kurang tepat digunakan pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia yang memiliki karakteristik berbeda dengan perusahaan Amerika.

Untuk memastikan apakah kemungkinan yang pertama dapat menjelaskan penolakan H1, pengujian lanjutan dilakukan dengan menghilangkan 30% dari observasi yang berada ditengah setelah diurutkan dari yang terkecil hingga terbesar. Menghilangkan observasi tersebut semakin mempertegas perbedaan strategi bisnis diantara *prospector* dan *defender*. Jumlah observasi yang digunakan adalah 1495 observasi. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.4. dan ternyata menghilangkan 30% dari observasi tidak merubah hasil penelitian. Dengan demikian, kemungkinan pertama yang menyebabkan tidak signifikannya hubungan antara strategi bisnis dan efisiensi investasi tidak terbukti.

Selanjutnya akan dilakukan pengujian tambahan untuk menilai apakah kemungkinan kedua dapat menjelaskan hasil pengujian hipotesis yang tidak signifikan. Efisiensi investasi dipisahkan masing-masing kedalam kelompok *overinvestmen* (residual positif) dan *underinvestment* (residual

Tabel 4.4
Hasil Regresi Dengan 70% Data

Variabel	<i>Expected Sign</i>	Tanpa Variabel Kontrol		Dengan Variabel Kontrol	
		Koefisien	<i>P-value</i>	Koefisien	<i>P-value</i>
STRAT	+/-	-0.093	0.383	-0.046	0.679
MLS	+	-0.089	0.400	0.107	0.340
MBA	+	-0.112	0.680	0.081	0.608
REPUT	+	0.753	0.000	0.408	0.039
EMAN	-	0.049	0.836	0.045	0,860
DER	-			0.024	0.600
SIZE	+			0.275	0.000
ROA	+			4.129	0.000
CFO	+/-			-0.873	0.000

Sumber data: Hasil Olahan SPSS

negatif). Jumlah observasi yang bisa digunakan untuk kelompok *overinvestment* adalah 542 sedangkan kelompok *underinvestment* berjumlah 1609. Pengukuran efisiensi investasi dengan menggunakan *overinvestment* dan *underinvestment* secara terpisah sama dengan yang digunakan dalam Navissi et al. (2017). Estimasi model yang menggunakan variabel dependen *overinvestment* dan *underinvestment* dilakukan dengan regresi linear berganda dan hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.5. Konsisten dengan hasil sebelumnya, hubungan strategi bisnis dan *underinvestment* (*overinvestment*) juga tidak signifikan secara statistik. Setelah melakukan pengujian terhadap kemungkinan pertama dan kedua dan hasilnya tetap konsisten dengan temuan sebelumnya, maka

yang tersisa tinggal kemungkinan yang ketiga. Jadi, penolakan H1 mungkin disebabkan pengukuran strategi bisnis menggunakan empat rasio keuangan tidak cukup andal untuk memisahkan perusahaan-perusahaan di BEI ke dalam kelompok *prospector* dan *defender*.

Tabel 4.5
Hasil Regresi Kelompok *Overinvestment* dan *Underinvestment*

Variabel	<i>Expected Sign</i>	<i>Overinvestement</i>		<i>Underinvestment</i>	
		Koefisien	<i>P-value</i>	Koefisien	<i>P-value</i>
STRAT	+/-	-0.034	0.489	0.003	0.285
MLS	-	-0.068	0.163	-0.002	0.549
MBA	-	-0.125	0.301	-0.014	0.078
REPUT	-	0.090	0.300	0.010	0.055
EMAN	-	0.243	0.030	0.008	0,287
DER	-	-0.057	0.003	-0.001	0.236
SIZE	+	-0.012	0.479	0.005	0.000
ROA	+	-0.736	0.007	0.036	0.005
CFO	+/-	0.115	0.226	-0.003	0.066

Sumber data: Hasil Olahan SPSS

Hipotesis Dua

Hipotesis dua (H2) memprediksi keberadaan *multiple large shareholder* dapat meningkatkan efisiensi investasi. Pengawasan yang ketat oleh MLS diekspektasi menurunkan *moral hazard* dan *adverse selection* sehingga efisiensi investasi meningkat. Analisis regresi logistik tidak mendukung prediksi tersebut. Temuan ini mengindikasikan bahwa MLS tidak memiliki peran yang penting dalam meningkatkan efisiensi alokasi sumber daya dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa MLS berperan penting dalam mempengaruhi keputusan investasi yang

diambil perusahaan yang mempengaruhi nilai perusahaan (Maury dan Pajuste, 2005; Laeven dan levine, 2008; Attig et al., 2008). Chow (1998) mengemukakan bahwa hubungan antara kepemilikan saham dan nilai perusahaan dapat dilihat dalam dua tahapan. Tahap pertama adalah pengaruh struktur kepemilikan terhadap investasi dan tahap yang kedua adalah pengaruh investas terhadap nilai perusahaan.

Dari statistik deskriptif diketahui bahwa 53% dari observasi perusahaan yang digunakan memiliki MLS. Jumlah ini termasuk besar jika dibandingkan studi Laeven dan Levine (2008) yang menunjukkan hanya 34% dari 1657 sampel perusahaan dari 13 negara Eropa Barat memiliki MLS. Sementara studi yang dilakukan Edmans dan Manso (2011) menggunakan perusahaan-perusahaan Amerika menemukan 70% memiliki MLS. Fakta bahwa jumlah MLS berbeda-beda di tiap negara mendorong para peneliti menawarkan penjelasan alternatif tentang peran MLS dalam menjalankan fungsi pengawasan terhadap perusahaan (Jiang et al. 2018).

Di satu sisi, beberapa peneliti mengatakan bahwa pemegang saham dalam jumlah yang besar secara aktif melakukan pengawasan terhadap manajer dan juga saling mengawasi diantara mereka sehingga perusahaan terdorong untuk menerapkan kebijakan-kebijakan yang lebih efektif dalam meningkatkan nilai perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997; Pagano dan Roell, 1998). Sementara peneliti yang lain percaya bahwa pemegang saham dalam jumlah yang besar membentuk koalisi dan berkolusi untuk memanfaatkan sumber daya perusahaan dengan mengorbankan kepentingan saham minoritas (Bennedsen dan Wolfenzon, 2000). Bukti empiris dari studi-studi tentang MLS menemukan bahwa adanya kecenderungan MLS menaikkan tingkat dividen di Eropa dan perampasan hak-hak minoritas di Asia (Faccio et al., 2001). Namun mereka juga melaporkan bahwa keberadaan MLS di Eropa justru mencegah pelanggaran terhadap kepentingan pemegang saham minoritas. Lebih jauh menurut Jiang et al. (2018), perampasan

kepentingan minoritas bisa dalam berbagai bentuk dan satu diantaranya adalah mendukung proyek investasi yang *feasible* atau mengabaikan proyek investasi yang *feasible*. Dengan mempertimbangkan konsep-konsep dan pemikiran yang telah dijelaskan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa peran MLS dalam meningkatkan efisiensi investasi memang tidak konklusif sehingga penolakan terhadap H2 bisa dijustifikasi.

Hipotesis Tiga

Hipotesis tiga (H3) mengindikasikan bahwa manajer dengan gelar MBA (M.M) memiliki keahlian manajerial yang baik sehingga mampu mengelola proyek-proyek investasi dengan lebih efisien dibandingkan manajer yang tidak memiliki tingkat pengetahuan manajerial yang baik. Namun, hasil pengujian hipotesis tidak konsisten dengan prediksi dengan arah hubungan terbalik. Analisis regresi logistik menunjukkan bahwa perusahaan yang dikelola manajer yang memiliki lebih banyak gelar MBA (M.M) cenderung tidak efisien dibandingkan perusahaan lain yang tidak banyak memiliki manajer dengan gelar MBA (M.M). Temuan yang kontra intuitif ini cukup membingungkan mengingat pentingnya pengetahuan manajerial bagi seorang manajer agar mampu mengelola perusahaan dengan efisien, efektif, dan produktif. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan argumen konseptual dan temuan empiris tentang keunggulan manajer yang memiliki pengetahuan manajerial melalui pendidikan formal yang dikemukakan dalam Graham dan Harvey (2001), Mueller (2002), dan Lai dan Liu (2017).

Ada beberapa kemungkinan yang dapat menjelaskan hasil yang tidak intuitif ini. Pertama, manajer yang memiliki pengetahuan manajerial yang baik belum tentu menggunakannya untuk kepentingan perusahaan tetapi menggunakannya untuk kepentingan pribadi seperti yang tersirat dalam teori agensi. Jadi, manajer yang tahu banyak tentang hal-hal yang berkaitan dengan perusahaan dapat memunculkan sikap oportunistik sehingga terdorong untuk menerima proyek-

proyek dengan NPV negatif tetapi memberi keuntungan bagi manajer sebagai pribadi. Kedua, studi yang dilakukan di luar negeri seperti dalam Graham dan Harvey (2001) dan Lai dan Liu (2017) hanya menggunakan gelar MBA sedangkan penelitian ini menggunakan gelar MBA untuk manajer tamatan luar negeri dan M.M untuk manajer tamatan dalam negeri. Ada kemungkinan kualitas manajer dengan gelar M.M dari dalam negeri tidak setara dengan kualitas manajer dengan gelar MBA dari luar negeri. Alasan peneliti tidak membatasi sampel hanya pada manajer dengan gelar MBA saja karena jumlah manajer pada perusahaan publik dengan gelar MBA sangat terbatas sehingga tidak memungkinkan untuk melakukan pengujian hipotesis.

Hipotesis Empat

Hipotesis empat (H4) mengindikasikan bahwa perusahaan yang mempekerjakan manajer bereputasi baik akan mampu memanfaatkan sumber daya perusahaan dengan baik pula sehingga meningkatkan efisiensi investasi. Ini didukung oleh studi Jian & Lee (2011) dan Chemmanur et al. (2009) yang menunjukkan bahwa manajer yang memiliki reputasi baik cenderung memilih proyek-proyek investasi dengan NPV positif dan yang lebih besar. Hasil analisis mendukung H4 yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki reputasi manajerial yang tinggi besar kemungkinannya mampu mengelola proyek-proyek investasi lebih efisien dibandingkan dengan perusahaan lain.

Menurut Chemmanur et al. (2009) manajer yang memiliki reputasi yang baik mampu mengungkapkan nilai intrinsik perusahaan dengan lebih kredibel kepada pihak luar sehingga dapat menurunkan asimetri informasi di pasar modal. Mereka dihargai dari prestasi-prestasi mereka di masa lalu melalui kebijakan atau inisiatif dalam pengelolaan sumber daya perusahaan, baik yang diperoleh dari sumber eksternal seperti hutang dan ekuitas tetapi juga melalui aliran kas masuk dari berbagai proyek investasi yang sukses mereka lakukan. Manajer yang telah dikenal luas di

komunitas bisnis akan terus berupaya mempertahankan reputasi yang dimiliki dengan menunjukkan kinerja manajerial yang di atas rata-rata. Lebih jauh menurut Chemmanur et al. (2009) manajer selalu sadar bahwa suatu saat nanti mereka kemungkinan akan berpindah perusahaan untuk menerima tanggung jawab yang lebih besar. Mereka perlu menunjukkan prestasi yang baik agar meningkatkan peluang diterima bekerja di perusahaan lain yang menawarkan insentif yang lebih tinggi dari perusahaan saat ini. Selain itu, manajer yang telah dikenal luas di kalangan investor, akan berupaya menekan asimetri informasi dengan mencoba melaporkan hasil kinerja sesuai dengan realitas ekonomi perusahaan. Reputasi mereka akan hancur jika pasar mengetahui bahwa manajer menyembunyikan kinerja perusahaan yang sesungguhnya. Rendahnya tingkat asimetri informasi dapat mempengaruhi berbagai aspek keuangan perusahaan dan kebijakan-kebijakan investasi sehingga efisiensi investasi dapat ditingkatkan.

Hipotesis Lima

Laporan keuangan yang tidak menggambarkan realitas ekonomi perusahaan akan menyulitkan pihak-pihak luar untuk menilai kinerja perusahaan yang sesungguhnya. Hipotesis Lima (H5) memprediksi fleksibilitas dalam memilih kebijakan akuntansi yang mendorong tindakan manajemen laba menyebabkan alokasi sumber daya menjadi tidak efisien. Sebaliknya, pelaporan keuangan yang berkualitas meningkatkan efisiensi investasi karena memberi informasi yang lebih transparan yang memudahkan pihak luar mengawasi jalannya perusahaan (Lambert et al., 2007). Namun analisis regresi logistik tidak menemukan hubungan antara manajemen laba dan efisiensi investasi.

Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilaporkan Gomaris dan Balesta (2014), Cheng et al. (2013), dan Biddle et al. (2009). Menggunakan data dari pasar modal Spanyol tahun 1998-2008, Gomaris dan Balesta (2014) melaporkan bahwa pelaporan keuangan yang

berkualitas dapat memitigasi *overinvestment*. Cheng et al. (2013) melakukan analisis terhadap perusahaan-perusahaan di AS yang mengungkapkan kelemahan material dalam pengendalian internal dan memberi bukti adanya hubungan positif antar lemahnya pengendalian internal dengan inefisiensi investasi. Biddle et al. (2009) juga menemukan hubungan positif antara kualitas pelaporan keuangan dan efisiensi investasi.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Investor membutuhkan laporan keuangan yang relevan dan andal untuk mengambil keputusan investasi yang tepat. Namun teori agensi mengisyaratkan bahwa manajer cenderung bersikap oportunistik sehingga asimetri informasi tercipta antara perusahaan dan pemegang saham. Asimetri informasi dapat mendorong *moral hazard* dan *adverse selection*. Akibatnya, investor membeli saham yang lebih tinggi dari nilai intrinsik dan melewatkan saham yang memiliki nilai pasar yang lebih rendah dari nilai intrinsik. Apabila ini terjadi, alokasi sumber daya menjadi tidak efisien. Perusahaan yang memiliki prospek yang baik dan seharusnya mendapat dana yang cukup dari pasar modal justru mengalami kesulitan keuangan. Sebaliknya, perusahaan yang tidak memiliki prospek yang baik mendapat kucuran dana yang melimpah dari investor pasar modal sehingga kurang rasional dalam membiayai proyek-proyek internal dan berpotensi melakukan *overinvestment*. Sementara itu, perusahaan yang memiliki prospek baik tetapi tidak mendapat dana yang cukup dari pasar modal menjadi lebih selektif dalam membiayai proyek-proyek investasi dan berpotensi mengalami *underinvestment*.

Penelitian ini menguji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap efisiensi investasi dengan premis bahwa laporan keuangan yang berkualitas akan meningkatkan efisiensi investasi. Lebih spesifik, penelitian ini memprediksi strategi bisnis, struktur kepemilikan, karakteristik manajerial, dan manajemen laba berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Walaupun strategi bisnis bisa

dikelompokkan ke dalam empat tipologi, dalam penelitian ini pengujian strategi bisnis fokus *prospector* dan *s defender*. Struktur kepemilikan direpresentasikan oleh beberapa pemegang saham dalam jumlah besar (*multiple large shareholders*). Manajemen laba diukur dengan menggunakan *modified Jones Model*. Sementara, karakteristik manajerial diwakili oleh tingkat pendidikan dalam bidang bisnis dan reputasi manajerial. Untuk mengendalikan perbedaan karakteristik perusahaan, model regresi logistik yang digunakan juga memasukkan empat variabel kontrol struktur modal (*debt of equity ratio*), ukuran perusahaan, profitabilitas, dan arus kas operasi.

Ada lima hipotesis yang diajukan yang menghubungkan efisiensi investasi dengan strategi bisnis, *multiple large shareholders*, persentase direktur yang memiliki gelar MBA atau M.M reputasi manajerial, dan manajemen laba. Hasil analisis data menggunakan regresi logistik menunjukkan hasil sebagai berikut: 1) Hipotesis satu yang memprediksi strategi bisnis berhubungan positif dengan efisiensi investasi tidak terdukung secara statistik. 2) Hipotesis dua yang memprediksi perusahaan yang memiliki *multiple large shareholder* dapat mengelola sumber daya dengan efisien tidak terdukung secara statistik. 3) Hipotesis tiga yang memprediksi perusahaan yang dikelola manajer yang lebih banyak memiliki gelar MBA (M.M) kemungkinan besar mampu mengelola sumber daya lebih efisien dibandingkan dengan perusahaan yang sedikit memiliki gelar MBA (M.M) tidak terdukung secara statistik. Walau secara statistik signifikan, arahnya bertentangan dengan prediksi. 4) Hipotesis empat yang memprediksi perusahaan yang memiliki reputasi manajerial yang tinggi kemungkinan besar mampu mengelola sumber daya lebih efisien dibanding perusahaan lain tidak terdukung secara statistik. 5) Hipotesis lima yang memprediksi perusahaan yang melakukan manajemen laba kemungkinan besar tidak mampu mengelola sumber daya dengan efisien tidak terdukung secara statistik.

5.2 Saran

Dari lima hipotesis yang diajukan hanya satu yang diterima. Lebih jauh lagi, dari empat hipotesis yang ditolak, tiga disebabkan *p-value* lebih dari 10% dan satu karena arah tidak sesuai dengan prediksi. Berikut saran-saran yang bisa digunakan untuk penelitian berikutnya: 1. Pemisahan perusahaan ke dalam kelompok *prospector* dan *defender* dilakukan sesuai dengan karakteristik perusahaan yang sesungguhnya sebagai alternatif dari empat rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini. Ciri utama perusahaan yang mengutamakan inovasi dan pengenalan produk baru menunjukkan karakteristik perusahaan manufaktur sedangkan perusahaan yang mengedepankan stabilitas dan efisiensi menunjukkan karakteristik perusahaan jasa, keuangan, dan properti. Jadi penelitian berikutnya dapat memisahkan perusahaan-perusahaan sampel menurut jenis industrinya. 2. Dalam penelitian ini MLS menggunakan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika perusahaan memiliki dua atau lebih pemegang saham dengan kepemilikan $\geq 10\%$ dan 0 jika sebaliknya. Pengelompokan seperti ini mungkin belum menghasilkan jumlah pemegang saham yang cukup dominan dalam mempengaruhi kebijakan strategi perusahaan. Agar mendapat jumlah pemegang saham yang dominan yang mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan, penelitian berikutnya perlu mempertimbangkan cara pengelompokan dengan ketentuan bernilai 1 jika perusahaan memiliki tiga atau lebih pemegang saham dengan kepemilikan $\geq 10\%$ dan 0 jika sebaliknya. 3. Variabel manajemen laba diukur menggunakan *modified Jones Model* dan ternyata H5 ditolak. Penelitian mendatang perlu mempertimbangkan model lain dalam mengukur *discretionary accruals* seperti model yang diusulkan Ball dan Shivakumar (2005) dan Kaznik (1999).

DAFTAR PUSTAKA

- Adelopo, I., Olumuyiwa, Y. G., & Rufai, I. (2019). *The impacts of multiple large ownership structure on board independence*. 15(1), 1–30.
- Afzal, A., & Rohman, A. (2012). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Bisnis*, 1(1), 09. <https://doi.org/10.33633/jpeb.v5i1.2783>
- Attig, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? evidence from east asia. *Journal of Financial Research*, 32(4), 395–422. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2009.01255.x>
- Ball, R., and Shivakumar, L. (2006), Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness, *Journal of Accounting and Economics* 39, 83–128.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3–17. <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>
- Bennedsen, M., Wolfenzon, D., 2000. The balance of power in closely held corporations. *J. Financ. Econ.* 58, 113-139.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Boubaker, S., Houcine, A., Ftiti, Z., & Masri, H. (2018). Does audit quality affect firms' investment efficiency? *Journal of the Operational Research Society*, 69(10), 1688–1699. <https://doi.org/10.1080/01605682.2018.1489357>
- Butar Butar, S. (2015). Dampak Kualitas Laporan Keuangan , Regulasi Pengendalian Internal dan Keterbatasan Keuangan Terhadap Inefisiensi Investasi. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 17(1), 57–69. <https://doi.org/10.9744/jak.17.1.57-70>
- Callao, S., Jarne, J., & Wróblewski, D. (2014). The development of earnings management research A review of literature from three different perspectives. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 2014(79(135)), 135–177. <https://doi.org/10.5604/16414381.1133395>

- Chemmanur, T.J, Paeglis, I, and Simonyan, K. (2009). Management Quality, Financial and Investment Policies, and Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (44): 1045–1079.
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *Accounting Review*, 86(4), 1255–1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>
- Cheng, M., Dhaliwal, D., & Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.03.001>
- Cho, M.-H., 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *J. Financ. Econ.* 47, 103-121.
- Cutillas Gomariz, M. F., & Sánchez Ballesta, J. P. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40(1), 494–506. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
- Dashtbayaz, M., & Mohammadi, S. (2016). The relationship between audit quality and Investment efficiency. *International Convergence Management Association*, 4(2), 20–32. <https://doi.org/10.20482/jemm.2016.4.2.20>
- Darrough, M. K., and Stoughton, N. M. 1986. Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure. *The Journal of Finance*, 41(2), 501-513.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *Am. Econ. Rev.* 54-78.
- Gan, H. (2018). Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(4), 1085–1118. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0737-2>
- Gomaris, M.F.C. and Ballesta, J.P.S. (2014), Financial Reporting Quality, Debt Maturity, and Investment Efficiency, *Journal of Banking and Finance* 40: 494-506.
- Graham, J., and C. Harvey. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics* 60: 187–243.
- Gul, F. A., Kim, J.B., and Qiu, A.A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics* 95: 425–442.

- Hapsari, A. A. (2015). *Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan, Kepemilikan Asing, Frekuensi Pertemuan Komite Audit, dan Spesialisasi Industri Auditor terhadap Efisiensi Investasi : Studi pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 - 2013.*
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1998). A Review of the Earnings Management Literature And its Implications For Standard Setting. Working Paper. Kelley School of Business, Harvard Business School and Indiana University.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323–329. <https://doi.org/10.2307/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jian, M., & Lee, K. W. (2011). Does CEO reputation matter for capital investments? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 929–946. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.004>
- Jiang, F., Cai, W., Wang, X., & Zhu, B. (2018). Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 50(2017), 66–83. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.02.001>
- Julius, N. C. 2014. *The evolution of the adverse selection problem: a review of theoretical and empirical developments.* Master's Thesis in Economics. University of Helsinki Faculty of Social Sciences
- Kaszniak, R. (1999). On The Association Between Voluntary Disclosure and Earnings management, *Journal of Accounting Research* 37, 57– 81
- Khurana, I. K., Moser, W. J., & Raman, K. K. (2018). Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency. *Abacus*, 54(4), 547–575. <https://doi.org/10.1111/abac.12142>
- Lai, S. M., & Liu, C. L. (2017). Management characteristics and corporate investment efficiency*. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 25(3–4), 295–312. <https://doi.org/10.1080/16081625.2016.1266270>
- Laeven, L., Levine, R., (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Rev. Financ. Stud.* 21, 579-604.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2007). Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions. *Corporate Ownership and Control*, 5(1). <https://doi.org/10.22495/cocv5i1p7>

- Linhares, F. S., Da Costa, F. M., & Beiruth, A. X. (2018). Earnings management and investment efficiency. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 20(2), 295–310. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v20i2.3180>
- Martinez, A. L. (2013). Earnings management in Brazil: a survey of the literature. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1–29. <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). *Multiple large shareholders and firm value*. 29, 1813–1834. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- Messier, W. F., & Glover, S. M. (2008). <Messier-Auditing and Assurance Services_ A Systematic Approach, Edition 6 -McGraw-Hill Companies, The (2008).pdf>.
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman, H. J. (1978). Organizational Strategy, Structure, and Process The Academy of Management Review Organizational Strategy, Structure, and Process1. *Source: The Academy of Management Review*, 3(3), 546–562.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261–297. <https://doi.org/10.1136/bmj.2.3594.952>
- Morgado, A., & Pindado, J. (2003). The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data. *European Financial Management*, 9(2), 163–177. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00214>
- 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(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nathaniel, A. S. (2018). *Pengaruh Maturitas Utang, Tangibilitas, Kepemilikan Asing, Frekuensi Pertemuan Komite Audit dan Umur Perusahaan terhadap Efisiensi Investasi Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2012 - 2016)*.
- Navissi, F., Sridharan, V. G., Khedmati, M., Lim, E. K. Y., & Evdokimov, E. (2017). Business strategy, over- (Under-) investment, and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63–86. <https://doi.org/10.2308/jmar-51537>
- Pagano, M., Roell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Q. J. Econ.* 187-225.
- Purnomo, P. R. (2017). *Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan, Maturitas Utang, Ukuran Komite Audit, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Komisaris Independen terhadap Efisiensi Investasi*.
- Richardson, V. J. (1998). *Information Asymmetry and Earnings Management : Some Evidence*

- Rothschild, M. and Stiglitz, J. 1976. Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. *Quarterly Journal of Economics*, 90 (4), 629-649.
- Shahzad, F., Rehman, I. U., Hanif, W., Asim, G. A., & Baig, M. H. (2019). The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency: Evidence from Pakistan. *International Journal of Accounting and Information Management*, 27(4), 600–614. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2018-0097>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). *Large Shareholders and Corporate Control*. 94(3), 461–488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, LII(2).
- Simanungkalit, E. R. (2015). *Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Struktur Kepemilikan terhadap Efisiensi Investasi Perusahaan di Indonesia*.
- Spence, A.M. 1973. Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.
- Wang, F., Zhu, Z., & Hoffmire, J. (2014). Financial reporting quality, ownership concentration, and investment efficiency: evidence from China. *BioTechnology: An Indian Journal*, 10(18), 09872–09881.
- Yung, K., & Chen, C. (2017). Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1005–1032. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0695-0>

LAPORAN PENELITIAN

**PENGARUH STRATEGI BISNIS, STRUKTUR
KEPEMILIKAN SAHAM, DAN KARAKTERISTIK
MANAJER TERHADAP EFISIENSI INVESTASI**



Ketua:

[5812002251] Dr SANSALONI BUTAR BUTAR, S.E., M.Si.

Anggota:

[5811998211] Dr. MONICA PALUPI M., S.E., M.M.

**UNIVERSITAS KATOLIK SOEGIJAPRANATA
SEMARANG**

PENGESAHAN LAPORAN PENELITIAN

1. Judul : Pengaruh Strategi Bisnis, Struktur Kepemilikan Saham, dan Karakteristik Manajer Terhadap Efisiensi Investasi
2. Ketua Tim
 - a. Nama : Dr SANSALONI BUTAR BUTAR, S.E., M.Si.
 - b. NPP : 5812002251
 - c. Program Studi : Akuntansi
 - d. Perguruan Tinggi : Unika Soegijapranata
 - e. Alamat Kantor/Telp/Faks/surel : sansaloni@unika.ac.id
3. Anggota Tim
 - a. Jumlah Anggota : Dosen 1 orang
Mahasiswa 2 orang
4. Biaya Total : Rp. 6.558.500,00

Mengetahui,
Dekan Ekonomi,

Semarang, Januari 2021
Ketua Tim Pengusul

YUSNI WARASTUTI, S.E., M.Si.
NPP : 5811999224

Dr SANSALONI BUTAR BUTAR, S.E., M.Si.
NPP : 5812002251

Menyetujui,
Kepala LPPM

Dr. BERTA BEKTI RETNAWATI, S.E., M.Si.

Anggota Dosen:
[5811998211]Dr. MONICA PALUPI M., S.E., M.M.,



Catatan:

- UU ITE No. 11 Tahun 2008 Pasal 5 ayat 1 :
'Informasi Elektronik dan/atau Dokumen Elektronik dan/atau hasil cetaknya merupakan alat bukti hukum yang sah'
- Dokumen ini telah diberi tanda tangan digital, tidak memerlukan tanda tangan dan cap basah
- Dokumen ini dapat dibuktikan keasliannya dengan menggunakan qr code yang telah tersedia

BERITA ACARA REVIEW

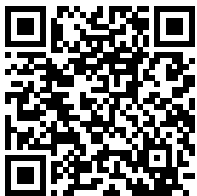
Program Studi Akuntansi - Ekonomi
Universitas Katolik Soegijapranata Semarang

Pada hari ini, 28 Oktober 2020 telah diadakan review kegiatan penelitian/pengabdian dengan judul:

Pengaruh Strategi Bisnis, Struktur Kepemilikan Saham, dan Karakteristik Manajer Terhadap Efisiensi Investasi

Dengan catatan review sebagai berikut:

-
- Hasil Review tertuang dalam Berita acara review
- (1) Efisiensi Investasi apa benar diukur melalui sales growth?? bila iya.. kenapa dari awal sampai pengembangan menggunakan NPV?? Mohon dapat dijelaskan di latar belakang. (2) Reputasi Manajer apakah benar dengan banyaknya manajer akan lebih baik pula reputasinya?? Mohon dapat dijelaskan di latar belakang juga. (3) Bila ada perubahan yang dimasukkan tentang Efisiensi Investasi dan Reputasi Manajer silakan disesuaikan sampai dengan metodologinya. Begitu. (4) Riset gap di latar belakang serta penelitian terdahulu yang searah dengan pengembangan hipotesis mohon ditambahkan.
- Mohon dapat menggunakan format delta seperti disarankan oleh P3A dan LPPM. Begitu.. Tks..
- Tulisan yang diwarnai biru itu ada yang typo.. diwarnai hijau hasil dari efisiensi investasi apakah ini kaitannya dengan investasi aset perusahaan?? Atau investasi surat berharga perusahaan?? Kalo kaitannya dengan aset jangka panjang lebih banyak kaitannya dengan studi kelayakan investasi aset jk panjang itu sendiri.. kalo kaitannya dengan investasi surat berharga lebih banyak disebabkan kondisi makro ekonomi atau pasar.. begitu..
- 1. Tulisan yang diwarnai biru itu ada yang typo.. 2. Tulisan yang diwarnai hijau hasil dari efisiensi investasi apakah ini kaitannya dengan investasi aset perusahaan?? Atau investasi surat berharga perusahaan?? Kalo kaitannya dengan aset jangka panjang lebih banyak kaitannya dengan studi kelayakan investasi aset jk panjang itu sendiri.. kalo kaitannya dengan investasi surat berharga lebih banyak disebabkan kondisi makro ekonomi atau pasar.. begitu.. 3. Tulisan yang diwarnai ungu ini ada buktinya tidak ya dengan kondisi tahun yang lebih baru?? Karena siklus bisnis selalu berubah dari waktu ke waktu..
- Review: 1. Tulisan yang diwarnai biru itu ada yang typo.. atau huruf italic.. tabel-spasi 1 saja ada sumbernya. 2. Tulisan yang diwarnai hijau hasil dari efisiensi investasi apakah ini kaitannya dengan investasi aset perusahaan?? Atau investasi surat berharga perusahaan?? Kalo kaitannya dengan aset jangka panjang lebih banyak kaitannya dengan studi kelayakan investasi aset jk panjang itu sendiri.. kalo kaitannya dengan investasi surat berharga lebih banyak disebabkan kondisi makro ekonomi atau pasar.. begitu.. 3. Tulisan yang diwarnai ungu ini ada buktinya tidak ya dengan kondisi tahun yang lebih baru?? Karena siklus bisnis selalu berubah dari waktu ke waktu.. untuk kerangka pikir penelitian payung dapat memberikan posisi mahasiswa memberikan hasil penelitiannya dimana?? 4. Tulisan yang berwarna kuning ini seberapa tinggi biaya modal di katukan tinggi? Sehingga menjadi benar untuk NPV yang positif?? serta pada penulisan hipotesis dengan model logistik dan pemodelan or formula untuk menjawab hipotesis seperti itu ya?? 5. Tulisan yang



Catatan:

GU-PE No. 11 Tahun 2008 Pasal 5 ayat 1

berwarna kuning ini seberapa tinggi biaya modal di katukan tinggi? Sehingga menjadi

benar untuk NPV yang positif?? serta pada penulisan hipotesis dengan model logistik

dan pemodelan or formula untuk menjawab hipotesis seperti itu ya?? 5. Tulisan yang

- Dokumen ini telah diberi tanda tangan digital, tidak memerlukan tanda tangan dan cap basah

berwarna abu-abu ini investor saham?? Atau investor pemberi dana untuk proyek aset tetap yang dilakukan?? Bila investor saham, apa bukti bahwa investor melihat proyek2 yang dilakukan oleh perusahaan menjadi rekomendasi membeli saham mereka?? Apakah dari rasio2 yang berkaitan dengan proyek2 tersebut atau proksi untuk mengukur kualitas pelaporan keuangan?? 6. Untuk variabel kontrol, bagaimana variabel kinerja dan arus kas operasi (DER, SIZE, ROA, CFO) itu dapat mengendalikan efisiensi investasi?? Dalam hitungan run SPSS (tidak terlampir) bisa dikendalikan masing2 variabel tsb. Adakah teori yang berkaitan dengan hal ini?? Pada latar belakang belum mencantumkan peran ini kaitannya dengan sampel yang digunakan. 7. Apakah variabel kontrol dapat langsung digunakan seperti formula yang ada? Bgm dengan model logistiknya bila semua variabel kontrol dimasukkan? Ada 2 formula yang berbeda bila ada dan tidak ada variabel kontrol seperti hasil di tabel 4.3. 8. Statistik deskriptif untuk dummy masuk ke frekuensi. 9. Semua tabel 1 spasi saja.. ada sumbernya. 10. Semua pembahasan memasukkan sampel yang digunakan.

Reviewer 1

Reviewer 2

ST. VENA PURNAMASARI, S.E., M.Si.

Dr. ELIZABETH LUCKY MARETHA
SITINJAK, S.E., M.Si., CPA



Catatan:

- UU ITE No. 11 Tahun 2008 Pasal 5 ayat 1 :
'Informasi Elektronik dan/atau Dokumen Elektronik dan/atau hasil cetaknya merupakan alat bukti hukum yang sah'
- Dokumen ini telah diberi tanda tangan digital, tidak memerlukan tanda tangan dan cap basah
- Dokumen ini dapat dibuktikan keasliannya dengan menggunakan qr code yang telah tersedia

SURAT TUGAS

Nomor: 00524/B.7.2/ST/FEB/II/2021

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Soegijapranata memberikan tugas kepada:

- Nama : Dr. Sansaloni Butar Butar, M.Si., Akt NIDN : 0605076901
Thalia Febiola
Kwee, Alice Joseph
Dr. Monika Palupi M., MM NIDN : 0615117301
- Status : Tenaga Pendidik / Dosen dan Mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Soegijapranata
- Tugas : Melakukan Penelitian tentang : ***Pengaruh Strategi Bisnis, Struktur Kepemilikan Saham, dan Karakteristik Manajer Terhadap Efisiensi Investasi***
- Tempat : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unika Soegijapranata Semarang
- Waktu : Tahun Akademik 2020 - 2021
- Keterangan : Harap melaksanakan tugas dengan baik dan penuh tanggung jawab, serta memberikan laporan setelah melaksanakan tugas.



Semarang, 01 Februari 2021
Dekan,


DRS. THEODORUS SUDIMIN, MS
NPP : 058.1.1990.074