

Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Inefisiensi Investasi Dengan *Free Cash Flow* Sebagai Pemoderasi

Djaja Perdana^{1*} dan Hasan Subagyo²

Afiliasi

^{1,2}Program Studi Diploma Tiga Akuntansi, Akademi Akuntansi YKPN Yogyakarta, Indonesia

Koresponden

[*djaja_perdana@aaykpn.ac.id](mailto:djaja_perdana@aaykpn.ac.id)

Artikel Tersedia Pada

<http://jurnalwahana.aaykpn.ac.id/index.php/wahana/index>

DOI:

<https://doi.org/10.35591/wahana.v24i1.280>

Sitasi:

Perdana, D., & Subagyo, H. (2021). Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Inefisiensi Investasi Dengan *Free Cash Flow* Sebagai Pemoderasi. *Wahana: Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*, 24 (1), 79-99.

Artikel Masuk

12 September 2020

Artikel Diterima

05 Januari 2021

Abstract. The level of corporate investment inefficiency is closely related to the effectiveness of corporate

governance practices implemented by the largest shareholders and board of directors. This paper discusses empirical research that investigates the impact of the largest shareholders and board size on investment inefficiency with free cash flow as a moderating variable. This study uses a sample of 152 public companies registered in Indonesia's capital market for the fiscal year ended on December 31, 2014 to 2018. This study uses a multiple regression method with the Ordinary Least Square (OLS) approach. This study find that the largest shareholders and board size are significantly negative impact on investment inefficiency, but the free cash flow doesn't moderate the influence of board size on investment inefficiency.

Keywords: board size, corporate governance, free cash flow, the largest shareholder, investment inefficiency

Abstrak. Tingkat inefisiensi investasi perusahaan berkaitan erat dengan efektivitas praktik tata kelola perusahaan yang diterapkan oleh Dewan Direksi dan pemegang saham terbesar. Artikel ini membahas penelitian empiris yang menginvestigasi pengaruh pemegang saham terbesar dan ukuran Dewan Direksi terhadap inefisiensi investasi dengan *free cash flow* sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan sampel 152 perusahaan publik yang terdaftar di pasar modal Indonesia untuk tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2014 hingga 2018. Penelitian ini menggunakan metode regresi berganda dengan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS). Penelitian ini membuktikan bahwa pemegang saham terbesar dan ukuran Dewan Direksi berpengaruh negatif secara signifikan terhadap inefisiensi investasi perusahaan, namun *free cash flow* tidak memoderasi pengaruh ukuran dewan terhadap inefisiensi investasi perusahaan.

Kata kunci: ukuran dewan direksi, tata kelola perusahaan, *free cash flow*, pemegang saham terbesar, inefisiensi investasi

Pendahuluan

Sebagai salah satu upaya untuk memicu pertumbuhan ekonomi makro negara, pemerintah Indonesia menggalakkan program peningkatan nilai realisasi investasi pada perusahaan-perusahaan di berbagai sektor sejak tahun 2014. Berdasarkan data BKPM, pada tahun 2014 realisasi investasi perusahaan di Indonesia bernilai US\$463,1 triliun kemudian pada akhir tahun 2018 nilainya menjadi sebesar US\$721,3 triliun. Terjadi peningkatan nilai realisasi investasi sebesar 55,75% pada akhir tahun 2018 dibandingkan dengan tahun 2014 (Sumber: BKPM, 2019). Namun jumlah tersebut ternyata masih sangat jauh dari jumlah realisasi investasi yang seharusnya terjadi. BKPM membuktikan bahwa pada akhir tahun 2019, terdapat sebuah perusahaan yang melakukan penangguhan atau pembatalan realisasi investasi sebesar 42,37% dari total komitmen rencana investasi semula sebesar Rp708 triliun selama periode 2019 (Santoso, 2019). Hal ini menunjukkan ketidaksesuaian nilai realisasi investasi dengan komitmen semula.

Menurut Pambagio (2016), pengelolaan investasi perusahaan-perusahaan di Indonesia umumnya belum mencapai level efisiensi yang seharusnya sehingga realisasi investasi cenderung turun dan menutup peluang bagi perusahaan tersebut untuk memperoleh keuntungan yang tinggi di masa yang akan datang. Berdasarkan hasil kajian awal penelitian ini terhadap perusahaan-perusahaan publik di Indonesia selama periode 2014-2018 diperoleh data bahwa 86,5% investasi perusahaan berada dalam kondisi inefisiensi investasi dengan gap yang cukup lebar dari tingkat efisiensi yang diharapkan, dan dari jumlah tersebut sebanyak 57,6% investasi perusahaan termasuk dalam kategori *under-investment*, sedangkan 28,9% lainnya termasuk dalam kategori *over-investment* (Sumber: Data diolah, 2019).

Fakta tersebut memicu pemerintah untuk mengeluarkan kebijakan yang dapat menurunkan nilai inefisiensi investasi khususnya pada perusahaan publik. Salah satu upaya yang dilakukan oleh pemerintah adalah mewajibkan perusahaan-perusahaan publik untuk menerapkan *good corporate governance practices* berpedoman pada *The Indonesia Corporate Governance Manual* yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) pada tahun 2014 dan 2018. Melalui penerapan praktik *corporate governance* yang baik diharapkan dapat mengatasi masalah inefisiensi investasi perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian Andres (2011); Gill, Sharma, Mand, & Mathur, (2012); Nor, Nawawi, & Salin, (2017); Syriopoulos, Tsatsaronis, & Roumpis, (2007) tingkat efisiensi investasi perusahaan dapat dipengaruhi oleh kualitas praktik *corporate governance* yang diimplementasikan oleh manajemen dan pemegang saham perusahaan.

Menurut Otoritas Jasa Keuangan (2014), pemegang saham terbesar dan dewan direksi memainkan peran yang sangat penting dalam proses pengambilan keputusan untuk pengelolaan sumber daya yang dimiliki perusahaan. Namun OJK juga menyadari bahwa proses pengambilan keputusan strategis tersebut dipengaruhi pula oleh karakteristik unik dari pemegang saham terbesar dan dewan direksi di Indonesia. Porsi saham terbesar perusahaan-perusahaan di Indonesia umumnya dipegang oleh *single majority shareholder* yang berbentuk keluarga, atau kelompok pemegang saham (*group*) atau suatu institusi (OJK, 2018; World-Bank, 2010). Menurut Ball & Shivakumar, (2005); Biddle, Hilary, & Verdi, (2009); Cheng, Man, & Yi, (2013); Kim & Kwon, (2015), pemegang saham terbesar memiliki akses yang lebih luas ke informasi internal perusahaan dibandingkan dengan tipe pemegang saham lain sehingga mampu mereduksi *information asymmetry* yang kemudian berimbas pada penentuan level realisasi

investasi perusahaan. Menurut Andres, (2011), keterlibatan pemegang saham terbesar dalam perusahaan cenderung dapat meningkatkan efisiensi pengambilan keputusan investasi, dan mereduksi terjadinya *agency conflict* serta *information asymmetry*. Namun belum diketahui apakah pemegang saham terbesar memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan menginvestigasi kemungkinan adanya pengaruh pemegang saham terbesar terhadap level efisiensi investasi perusahaan sehingga pertanyaan pertama yang diajukan oleh penelitian ini adalah:

RQ1: Bagaimana pengaruh pemegang saham terbesar (*The largest shareholders*) terhadap level efisiensi investasi perusahaan?

Selain *information asymmetry*, faktor lain yang diduga turut berpengaruh terhadap keputusan investasi adalah terdapatnya konflik kepentingan (*conflict of interest*) antara dewan direksi dengan *shareholders*. Di dalam perusahaan, dewan direksi berperan sebagai agen yang bertanggungjawab atas pengelolaan sumberdaya perusahaan demi kepentingan pemegang saham (prinsipal), namun terkadang dewan direksi mengambil tindakan untuk memaksimalkan kepentingannya sendiri sehingga berdampak pada investasi yang tidak efisien.

Berdasarkan *The Indonesia Corporate Governance Manual*, format dewan direksi yang disyaratkan untuk perusahaan di Indonesia terdiri dari direktur utama dengan beberapa anggota yang berjumlah minimal 2 dan maksimal 8 orang. Jumlah anggota dewan direksi dapat disesuaikan dengan kompleksitas aktivitas bisnis perusahaan, namun disarankan untuk tidak terlalu banyak karena dapat mempengaruhi efektifitas pengambilan keputusan. Dengan kata lain, besar atau kecilnya jumlah keanggotaan dewan direksi memiliki pengaruh yang berbeda terhadap efektifitas pengambilan keputusan. Sehingga memicu penelitian ini untuk menguji pengaruh jumlah anggota dewan direksi terhadap level efisiensi investasi perusahaan. Penelitian ini menduga bahwa jumlah keanggotaan dewan direksi (*board size*) turut mempengaruhi efisiensi investasi. Oleh karena itu, pertanyaan kedua yang diajukan oleh penelitian ini adalah;

RQ2: Bagaimana pengaruh jumlah anggota dewan direksi (*Board size*) terhadap level efisiensi investasi perusahaan?

Nilai realisasi investasi perusahaan juga tidak dapat dilepaskan dari pengaruh kepemilikan *free cash flow*. Bagi perusahaan *Free cash flow* merupakan sumberdaya penentu kebijakan investasi dan dividen. *Free cash flow* seringkali digunakan oleh manajemen sebagai sumber pendanaan internal untuk investasi perusahaan. Semakin tinggi level *free cash flow* yang dimiliki berpotensi memicu keinginan dewan direksi atau pemegang saham perusahaan untuk menambah nilai realisasi investasi dan mengurangi nilai pembagian dividen (Yeo, 2018). Namun terkadang level *free cash flow* yang tinggi juga dapat meningkatkan keinginan *shareholder* untuk memperoleh porsi dividen yang lebih besar. Perbedaan keinginan ini yang kemudian menimbulkan pertimbangan yang berdampak pada keputusan manajemen untuk menunda, menangguhkan, mengurangi atau menghentikan sejumlah realisasi investasi perusahaan.

Menurut Kamran, Zhao, & Ambreen, (2017), *free cash flow* berpotensi menimbulkan *conflict of interest* antara pemegang saham dengan dewan direksi dan menurut Dechow & Ge, (2006) *conflict of interest* tersebut akan semakin buruk apabila perusahaan memiliki nilai *free*

cash flow positif. Salah satu upaya yang diambil oleh pemegang saham untuk mereduksi konflik adalah dengan mengatur komposisi dan ukuran keanggotaan dewan direksi. Melalui penentuan ukuran dewan direksi, *information asymmetry* antara dewan direksi dengan pemegang saham juga dapat diminimalkan. Penelitian Ji (2016) membuktikan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh terhadap sensitivitas *cash flow* untuk investasi. Semakin besar jumlah anggota dewan direksi maka semakin rendah sensitivitas *cash flow* untuk investasi. Namun dalam penelitian lain yang dilakukan oleh Guariglia & Yang (2018); Adame, Koski, & McVay, (2019); Ataüinal & Aybars (2017); Perdana (2019); Yeo (2018) berhasil dibuktikan bahwa *free cash flow* (FCF) memiliki pengaruh yang sangat kuat terhadap efisiensi investasi perusahaan. Manajemen perusahaan cenderung melakukan *over-investment* pada saat memiliki level *free cash flow* positif sedangkan apabila memiliki level *free cash flow* negatif maka perusahaan akan cenderung berada pada kondisi *under-investment*. Namun penelitian-penelitian di atas tidak menjelaskan apakah level *free cash flow* yang dimiliki perusahaan mampu memoderasi pengaruh dewan direksi (*board of directions*) terhadap pengambilan keputusan investasi yang mengakibatkan terjadinya inefisiensi investasi. Berdasarkan kondisi tersebut maka penelitian ini dilakukan dengan harapan dapat mengisi gap yang ditinggalkan oleh penelitian-penelitian terdahulu dan pertanyaan ketiga yang diajukan dalam penelitian ini adalah;

RQ3: Apakah *free cash flow* dapat memoderasi pengaruh ukuran dewan direksi (*Board size*) terhadap level inefisiensi investasi perusahaan?

Penelitian ini menjadi sangat penting untuk dilakukan mengingat pemerintah berharap seluruh perusahaan publik di Indonesia dapat berkontribusi meningkatkan iklim investasi yang efisien sehingga mampu memberikan profit dan *return* yang optimal bagi perusahaan dan pemegang saham serta menggerakkan perekonomian negara secara lebih kuat. Kontribusi yang diharapkan dari penelitian ini adalah berupa penguatan atau bantahan terhadap hasil-hasil penelitian terdahulu yang pernah dilakukan oleh peneliti lain khususnya pada perusahaan-perusahaan di negara yang memiliki karakteristik yang hampir sama dengan di Indonesia. Selain itu, hasil penelitian ini diharapkan juga dapat menjadi rujukan tambahan bagi pemerintah khususnya Otoritas Jasa Keuangan Indonesia dalam mengembangkan *The Indonesia Corporate Governance Manual* di masa yang akan datang.

Tinjauan Literatur Dan Pengembangan Hipotesis

Pengujian dalam penelitian ini mengambil sudut pandang dari perspektif *The Indonesia Corporate Governance Manual* yang diterbitkan oleh OJK pada tahun 2014 dan 2018 serta berlandaskan pada *agency theory*. *Agency theory* menjelaskan hubungan antara agensi dan prinsipal. Di dalam perusahaan dewan direksi bertindak sebagai agen yang menjalankan kewenangan dari pemegang sahamnya sebagai prinsipal. Pemegang saham berinvestasi dalam bentuk kepemilikan perusahaan dan mempercayakan sumber dayanya kepada pengelolaan dewan direksi. *Agency theory* juga dijadikan dasar untuk mendeskripsikan tugas dan kewajiban yang harus dilaksanakan oleh dewan direksi dan pemegang saham kepada perusahaan berbentuk aturan-aturan yang tertuang dalam *corporate governance manual*.

Berdasarkan hasil penelitian Nugroho, Firdaus, Andati, & Irawan (2018), *agency theory* mampu menjelaskan hubungan antara *corporate governance* dengan keputusan investasi perusahaan. Menurut Chen & Lin (2012) mekanisme di dalam *corporate governance* dapat mengatasi *agency problem* dan membantu mengimplementasikan keputusan investasi yang efisien. Mekanisme tersebut mencakup struktur pemegang saham, karakteristik dewan direksi, skema *monitoring* dan *controlling*. Implementasi struktur *corporate governance* yang baik dapat mereduksi *conflict of interest* dengan cara menyelaraskan kepentingan pemegang saham dengan dewan direksi dan menentukan tingkat efisiensi investasi serta kinerja perusahaan Azhar, Abbas, Waheed, & Maliq (2019).

Conflict of interest antara pemegang saham terbesar dengan dewan direksi merupakan bentuk *agency problem type I* yang dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusan investasi yang tidak efisien atau realisasi investasi yang tidak sesuai dengan komitmen yang secara umum dikategorikan berada dalam kondisi *over* atau *under-investment* La Rocca, La Rocca, & Cariola (2007). Perbedaan kepentingan antara direksi dengan pemegang saham dapat bersifat jangka pendek maupun jangka panjang yang bersumber dari tuntutan keuntungan jangka pendek serta sebagai akibat dari *information asymmetry* yang dimiliki oleh para direksi dibandingkan dengan para pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara direksi dan pemegang saham tersebut mempengaruhi aksi dan keputusan strategis direksi yang mungkin mengorbankan kepentingan pemegang saham (Andres, 2011; Cheng et al., 2013; Kim & Kwon, 2015; Yeo, 2018). Terjadinya *conflict of interest* dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dan menimbulkan *agency cost* yang cukup besar sehingga menurunkan efisiensi penggunaan sumber daya perusahaan (Tangjitprom, 2015).

Penerapan aturan-aturan *good corporate governance* yang bersifat mandatory bagi perusahaan publik diharapkan dapat mengatasi masalah *conflict of interest* antar unsur-unsur yang terlibat dalam pengelolaan perusahaan. Aturan yang ditetapkan di dalam *corporate governance manual* merupakan mekanisme untuk menciptakan *rules framework* tentang hubungan agen dengan prinsipal. Aturan-aturan tersebut diharapkan dapat menyelaraskan kepentingan antara direksi dengan pemegang saham. *Corporate governance manual* juga menetapkan norma dan kebiasaan yang dapat mencegah kerugian (*agency cost*) sebagai akibat dari keputusan yang diambil atas dasar perbedaan kepentingan antara dewan direksi dengan pemegang saham. Penerapan *good corporate governance* yang intensif mampu mengurangi *agency cost* yang harus ditanggung oleh perusahaan (Sudarma & Putra, 2014). Struktur dan proses *corporate governance* dikembangkan untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Melalui praktik *good corporate governance* akan mampu menyediakan fungsi *monitoring* dan kontrol yang efektif sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan sumber daya secara lebih efisien (OJK, 2014).

Level efisiensi investasi tergantung pada praktik *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan (Andres, 2011; Azhar et al., 2019; Gill et al., 2012; Goldman & Wang, 2017; Horváth & Spirollari, 2012; Syriopoulos et al., 2007). *Corporate governance* juga terbukti berpengaruh terhadap pengambilan keputusan investasi di perusahaan-perusahaan kecil (Gill et al., 2012). Sedangkan pada perusahaan besar, efektifitas perluasan tujuan dan lingkup *corporate governance* oleh perusahaan induk dan perusahaan anak terbukti dapat meningkatkan efisiensi investasi (Lei & Chen, 2019).

Perusahaan dengan struktur *governance* yang baik, lebih efisien dalam mengalokasikan sumberdaya mereka. Mereka menginvestasikan lebih banyak modal ke dalam segment yang berpeluang baik dan mengurangi alokasi modal mereka ke dalam segment yang rendah peluangnya. *Corporate governance* memiliki pengaruh substansial terhadap keputusan alokasi investasi perusahaan dan menurunkan *agency problem* dapat menyebabkan manajemen perusahaan mengimplementasikan keputusan investasi yang inefisien Chen & Chen (2012).

Menurut Omokhomion (2018), praktik *corporate governance* yang baik dapat membantu menurunkan masalah-masalah yang muncul sebagai akibat dari pemisahan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen. Berdasarkan hasil penelitian Cai (2013); Farooq, Gilbert, & Tourani-Rad, (2016), *corporate governance* dapat menurunkan tingkat *over-investment* perusahaan yang menggunakan *free cash flow* sebagai sumberdaya. Ditambahkan oleh Grosman (2015) yang menyatakan bahwa implementasi *good corporate governance* berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi modal dan mampu mengatasi keterbatasan keuangan perusahaan pada saat melakukan investasi karena peningkatan transparansi laporan keuangan yang kemudian membuka akses ke permodalan eksternal.

Namun berbeda dengan hasil penelitian yang pernah dilakukan oleh Andreou, Louca, & Panayides (2014), penelitian tersebut membuktikan bahwa perbedaan karakteristik unik perusahaan dapat mengakibatkan *corporate governance* di suatu sektor industri menyimpang dari norma-norma yang ditetapkan. Selain itu, perbedaan budaya, *legal system*, dan *government policy* di setiap negara dapat mengakibatkan perbedaan efektifitas penerapan *corporate governance* di setiap negara Bruce (2009); Buallay, Hamdan, & Zureigat (2017); Denis & McConnell (2003); Doidge, Andrew Karolyi, & Stulz (2007); Nam & Nam (2004). Dengan kata lain, prinsip-prinsip *corporate governance* tidak sepenuhnya efektif diterapkan pada semua jenis perusahaan atau pada setiap sektor dan harus disesuaikan dengan karakteristik yang berbeda di setiap negara.

Prinsip-prinsip *corporate governance* pertama kali dikembangkan dan dipublikasikan oleh The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) pada tahun 1999 yang diadopsi oleh berbagai negara termasuk Indonesia. Di Indonesia, pemberlakuan penerapan prinsip-prinsip *corporate governance* khususnya untuk perusahaan-perusahaan publik baru dimulai pada tahun 2014 dengan menerbitkan *The Indonesia Corporate Governance Manual* versi pertama, kemudian direvisi pada versi kedua pada tahun 2018, dengan kata lain penerapannya relatif masih tergolong baru. Sehingga pengaruh dari penerapan *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia masih perlu diuji lebih banyak dan dikaji secara mendalam.

Pada penelitian-penelitian terdahulu, variabel *corporate governance* diproksikan dalam beberapa operasionalisasi pengukuran seperti komposisi dewan direksi, porsi kepemilikan saham mayoritas dan minoritas, komposisi dewan komisaris, dan jumlah anggota komite audit. Sedangkan dalam penelitian ini variabel *corporate governance* diproksikan dengan presentase kepemilikan saham terbesar (*the largest shareholder*) dan jumlah keanggotaan dewan direksi (*board size*).

Pengembangan Hipotesis

Pemegang Saham Terbesar dan Inefisiensi Investasi

Menurut OJK (2014), banyak perusahaan di Indonesia bermula dari perusahaan privat berukuran kecil yang dikendalikan oleh pemegang saham tunggal yaitu suatu keluarga atau sekelompok pemegang saham. Setelah perusahaan mengalami perluasan yang signifikan, pemegang saham pengendali tidak banyak mengalami perubahan. Struktur kepemilikan saham masih terkonsentrasi pada suatu keluarga atau sekelompok pemegang saham (*The majority shareholder*) yang diwakili oleh sebuah institusi atau perusahaan investor. Janang, Tinggi, & Kun (2018); Salami (2011) menyatakan bahwa pemegang saham terbesar merupakan elemen yang paling kuat menentukan arah serta strategi investasi perusahaan dan berkorelasi positif dengan efisiensi investasi.

The majority shareholder sebagai pemegang saham terbesar (*the largest shareholder*) cenderung memiliki peran dan pengaruh yang berbeda dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Perbedaan tipe pemegang saham dapat memainkan peran yang berbeda-beda di dalam *corporate governance* (Hope, 2013). Perusahaan yang kepemilikan sahamnya dipegang oleh institusi asing memiliki dampak yang positif terhadap efisiensi investasi (Svedin & Stage, 2016). Hubungan antara kepemilikan asing dengan efisiensi investasi semakin kuat ketika pemerintah bersikap lepas kendali dan lembaga pengawas investasi yang terkait berfungsi lemah (Chen, El Ghoul, Guedhami, & Wang, 2017). Penelitian lain yang dilakukan oleh Chen et al., (2017) membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh institusi berbentuk perusahaan efek yang menjalankan fungsi sebagai perusahaan *mutual fund* berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi, karena institusi tersebut mengharapkan pendapatan yang tinggi untuk memberikan *return* kepada para investornya.

Apabila dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, maka pemegang saham terbesar memiliki hak *voting* dalam memilih anggota dewan direksi yang dinilai dapat bekerjasama dengan mereka, memiliki hak *control* terhadap operasional perusahaan, kemudian memiliki akses yang lebih luas untuk mendapatkan informasi internal perusahaan sehingga menurunkan *information asymmetry* dengan dewan direksi dibandingkan pemegang saham minoritas, dan memiliki kesempatan untuk terlibat dan berpartisipasi dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan, serta melakukan pengawasan (*monitoring*) secara aktif terhadap kinerja dewan direksi atau manajer (Clay, 2002; Goldman & Wang, 2017; Muñoz-Bullon, Sanchez-Bueno, & Suárez-González, 2018; OJK, 2014; Rashed, Abd El-Rahman, Ismail, & Samea, 2018; Wardhana & Tandelilin, 2011; Wei, Wu, Li, & Chen, 2011). Keistimewaan tersebut menimbulkan dugaan yang kuat bahwa pemegang saham terbesar memiliki pengaruh terhadap inefisiensi perusahaan. Sehingga pernyataan hipotesis pertama yang diajukan oleh penelitian ini adalah:

H1: Pemegang saham terbesar (*The largest shareholders*) berpengaruh negatif terhadap level inefisiensi investasi perusahaan

Board Size dan Inefisiensi Investasi

Menurut OJK, (2018), jumlah anggota dewan direksi harus disesuaikan dengan tujuan perusahaan yang ingin dicapai, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan dan kompleksitas

aktivitas bisnis perusahaan. Dalam *The Indonesia Corporate Governance Manual*, OJK (2014) menyarankan agar perusahaan publik memiliki minimal dua orang dan maksimal delapan orang anggota dewan direksi. Semakin kompleks aktivitas perusahaan maka disarankan jumlah anggota dewan direksi semakin banyak. Namun OJK mengingatkan bahwa jumlah anggota direksi yang terlalu banyak dapat mengurangi efektifitas *corporate governance* dan efisiensi pengambilan keputusan.

Jumlah ideal anggota dewan direksi untuk setiap perusahaan berbeda-beda tergantung karakteristik sektor industri perusahaan. Hasil penelitian Andreou et al. (2014) pada perusahaan maritim membuktikan bahwa jumlah ideal anggota dewan direksi untuk perusahaan di sektor industri maritim adalah tujuh sampai sembilan orang dengan tujuan untuk menghindari penilaian perusahaan yang terlalu tinggi. Sedangkan di sektor industri keuangan, jumlah anggota direksi disarankan lebih banyak lagi karena dapat memperkaya perspektif manajemen serta memperluas akses ke berbagai sumberdaya eksternal yang sangat dibutuhkan oleh perusahaan di industri keuangan (Price, 2018).

Hasil-hasil penelitian terdahulu memberikan bukti dan argumentasi bahwa jumlah anggota dewan direksi berpengaruh terhadap level investasi perusahaan (Azhar et al., 2019). Hasil penelitian Nor et al. (2017) membuktikan bahwa jumlah anggota dewan direksi yang besar cenderung membuat perusahaan *under-investment* karena anggota yang banyak akan merusak efektifitas *corporate governance* sehingga berdampak pada inefisiensi investasi. Dewan direksi yang besar menaikkan sensitifitas *cash-flow* perusahaan dalam berinvestasi sehingga mempengaruhi efisiensi (Ji, 2016). Jumlah anggota yang besar mengakibatkan dewan direksi menjadi lebih lambat dalam menentukan keputusan investasi karena terlalu banyak perbedaan pendapat anggota yang harus dipertimbangkan dan dikonsultasikan (Guest, 2009; Price, 2018; Veklenko, 2016). Sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian-penelitian tersebut menyarankan agar perusahaan memiliki ukuran dewan direksi yang kecil. Hasil penelitian He (2016) membuktikan bahwa ukuran dewan direksi yang kecil mampu mereduksi level *under-investment* perusahaan

Jumlah anggota dewan direksi yang kecil memungkinkan setiap anggota untuk mendapatkan *reward* yang lebih besar dari pemegang saham. Sehingga mendorong dewan direksi untuk memaksimalkan nilai investasi dengan harapan dapat memperoleh bonus yang tinggi. Menurut Bizjak, Brickley, & Coles (1993) investasi yang optimal dapat dicapai melalui struktur kompensasi dewan direksi yang seimbang antara kinerja saat ini dan yang akan datang, khususnya pada perusahaan yang memiliki tingkat asimetri informasi yang tinggi. Sependapat dengan pendapat tersebut, Chen & Chen (2017) mengatakan bahwa dengan memberikan kompensasi berbasis insentif kepada manajemen dapat membantu meningkatkan efisiensi investasi perusahaan.

Dalam proses pengambilan keputusan, jumlah anggota dewan direksi yang kecil pada perusahaan besar cenderung menciptakan perdebatan yang lebih intensif dan lebih cepat dalam penentuan keputusan (Lublin, 2014; OJK, 2014). Partisipasi dan keterlibatan setiap anggota dewan direksi yang dalam proses pengambilan keputusan menjadi lebih tinggi dibandingkan dewan direksi dengan banyak anggota (Kim & Kwon, 2015) sehingga efektifitas *corporate governance* menjadi lebih baik. Oleh karena itu, (Price, 2018) menyarankan kepada perusahaan untuk melakukan *downsizing* jumlah anggota dewan direksi yang besar agar dapat meningkatkan efektifitas *corporate governance*.

Namun pengambilan keputusan pada perusahaan dengan jumlah anggota dewan direksi yang sedikit cenderung mudah dipengaruhi oleh karakteristik individual setiap anggota dan sangat mudah didominasi oleh sikap dan keinginan pimpinan dewan direksi (OJK, 2014). Munculnya sikap *over-confidence* dan optimisme pimpinan dewan direksi yang dominan dapat mempengaruhi proses keputusan yang diambil. Penelitian Chen & Lin (2013) membuktikan bahwa dewan direksi yang memiliki sikap optimis tinggi dapat memperbaiki efisiensi investasi perusahaan ketika perusahaan cenderung *under* atau *over-investment*.

Selain itu, jumlah anggota direksi yang sedikit dapat mengurangi *agency cost* dan *coordination cost* sehingga meningkatkan efektifitas pengawasan dan kinerja perusahaan (Lin & Lee, 2007). Dewan direksi memiliki peran untuk meminimalkan *agency cost* yang timbul sebagai akibat pemisahan fungsi kepemilikan dan kendali (Chen & Lin, 2012). Menurut hasil penelitian Gill et al. (2012); Kim & Kwon (2015) terbukti bahwa jumlah anggota dewan direksi berpengaruh positif terhadap keputusan investasi karena setiap anggota direksi akan terlibat secara merata dalam memandu dan memonitor setiap aktivitas investasi perusahaan. Berdasarkan deskripsi di atas maka pernyataan hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Jumlah anggota dewan direksi (*Board Size*) berpengaruh negatif terhadap level inefisiensi investasi.

Free Cash Flow dan Board Size

Alokasi sumberdaya untuk investasi perusahaan oleh dewan direksi dapat dipengaruhi oleh level *free cash flow* yang dimiliki. Pada penelitian Jiang (2016) membuktikan bahwa *over-investment* lebih besar terjadi pada tahun terakhir dari masa jabatan pimpinan dewan direksi yang dipicu secara internal oleh keinginan untuk memberdayakan secara maksimal kelebihan *cash-flow* yang dimiliki perusahaan. Sedangkan Zhu (2019) menyatakan bahwa *over-investment* secara positif berhubungan dengan level *free cash flow* positif. Dengan kata lain, *over-investment* dapat dipicu oleh kepemilikan level *free cash flow* yang positif. Lebih lanjut Zhu (2019) mengatakan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang kecil berhubungan secara signifikan dengan tingkat sensitifitas tinggi *free cash flow* sehingga mengakibatkan *over-investment*. Sedangkan perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar jarang mengalami kondisi *over-investment* namun lebih cenderung *under-investment*. Moez & Amina (2018) mengatakan bahwa terdapat hubungan yang positif secara signifikan antara *free cash flow* dengan *over-investment* dan hubungan keduanya semakin kuat apabila direksi perusahaan bersikap *over-confidence*. Berdasarkan deskripsi tersebut maka dapat dinyatakan bahwa level *free cash flow* memperkuat pengaruh dewan direksi terhadap keputusan investasi. Level *free cash flow* positif dapat menjadi pendorong bagi dewan direksi untuk semakin *confidence* dan optimis dalam mengambil keputusan investasi sehingga berpotensi merealisasikan nilai investasi secara berlebihan (*over-investment*). Sebaliknya level *free cash flow* negatif dapat menjadi pemicu bagi dewan direksi untuk bersikap lebih hati-hati dalam berinvestasi sehingga dapat mengurangi, menunda atau menangguhkan realisasi investasi yang kemudian mengakibatkan perusahaan berada pada kondisi *under-investment*. Oleh karena itu, hipotesis ketiga yang diajukan oleh penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: *Free cash flow* memoderasi pengaruh ukuran dewan direksi (*Board size*) terhadap level inefisiensi investasi.

Penelitian ini juga melibatkan variabel-variabel lainnya seperti nilai *discretionary accruals* yang merupakan proksi dari aksi *earning management*, peluang pertumbuhan (*growth opportunities*), pertumbuhan pendapatan (*sales growth*) dan realisasi investasi periode sebelumnya (*previous investment*). Menurut Cherkasova & Rasadi (2017) kondisi inefisiensi investasi perusahaan dapat dipengaruhi oleh *earning management*. Sedangkan menurut Moez & Amina (2018) penentuan nilai investasi perusahaan berhubungan erat dengan dinamika dari faktor-faktor yang sifatnya berubah-ubah yaitu seperti peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) dan nilai investasi periode sebelumnya (*previous investment*). Pernyataan Moez & Amina (2018) tersebut memperkuat hasil penelitian Botoc & Enache (2013); Suartawan & Yasa (2017) yang menemukan bahwa potensi inefisiensi investasi dapat terjadi pada saat perusahaan memiliki nilai pertumbuhan pendapatan (*sales growth*) dan peluang investasi (*investment opportunities*) yang tinggi. Namun hasil-hasil penelitian tersebut di atas belum konsisten dan belum dapat digeneralisasikan sepenuhnya pada perusahaan-perusahaan di Indonesia yang memiliki perbedaan karakteristik dengan negara-negara lain. Oleh karena itu, membuka peluang untuk diuji lebih lanjut.

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2018 dari sektor pertanian, infrastruktur, utilitas & transportasi, pertambangan dan aneka industri dengan rincian tersaji dalam Tabel 1. Alasan pemilihan sampel dari empat sektor tersebut didasarkan pada data BKPM tahun 2019 yang menyatakan bahwa selama tahun 2014-2018 nilai realisasi investasi tertinggi terjadi pada perusahaan-perusahaan di empat sektor tersebut dibandingkan dengan sektor-sektor lainnya. Sehingga dipandang lebih efektif bagi penelitian ini dalam mendeteksi kemungkinan terjadinya inefisiensi investasi pada perusahaan-perusahaan tersebut.

Tabel 1. Populasi dan Sampel

No	Sektor	Populasi	Non-kualifikasi	Sampel
1	Agriculture	21	4	17
2	Infrastructure, utilities & transportation	75	20	55
3	Mining	49	6	43
4	Miscellaneous	48	11	37
Total		193	41	152

Dari total 193 perusahaan, 41 perusahaan dinyatakan tidak memenuhi kualifikasi, sehingga jumlah sampel akhir sebanyak 152 perusahaan. Sedangkan data keuangan perusahaan diperoleh melalui *website* Bursa Efek Indonesia (IDX), database ICMD, dan *company website*. Data-data tersebut kemudian dianalisa menggunakan *ordinary least square (OLS) model*, dan

untuk menghindari kemungkinan terjadinya endogenitas antara variabel independen dengan variabel dependen, maka sejumlah variabel independen menggunakan data t-1.

Desain Penelitian

Variabel inefisiensi investasi diestimasi dengan menggunakan nilai residu persamaan regresi nilai pertumbuhan pendapatan periode sebelumnya (S_GROWTH_{t-1}) terhadap nilai realisasi investasi periode berjalan (INV_{it}), seperti yang diekspresikan dalam Model (1). Sedangkan variabel diskresional akrual diukur dengan menggunakan nilai residu persamaan regresi Model (2). Variabel pemegang saham terbesar ($LARGEST$) diukur menggunakan persentase jumlah lembar saham yang dimiliki pemegang saham terbesar terhadap jumlah total saham beredar. Ukuran dewan direksi ($DBSIZE$) diukur menggunakan *log natural* dari jumlah anggota dewan direksi perusahaan setiap periode. Variabel free cash flow (FCF) diukur dengan menggunakan nilai selisih *operating cash flow* dengan total *capital expenditure* ($CAPEX$). Sedangkan untuk variabel-variabel lainnya diukur sesuai dengan definisi operasional masing-masing yang dinyatakan dalam Tabel 2.

$$INV_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 S_GROWTH_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$TACC_{it} = \alpha_{it} \left[\frac{1}{TA_{it-1}} \right] + \beta_{1,it} \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})}{TA_{it-1}} + \beta_{2,it} \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Tabel 2. Definisi Variabel

Variabel	Notasi	Definisi
Inefisiensi Investasi	INV_IEF	Nilai residu persamaan regresi dalam Model (1)
Pemegang Saham Terbesar	LARGEST	Jumlah kepemilikan saham dibagi total modal saham
Ukuran Dewan Direksi	DBSIZE	Log natural jumlah anggota dewan direksi
Free Cash Flow	FCF	Selisih antara <i>operating cash flow</i> dengan total CAPEX
Moderasi FCF terhadap ukuran dewan direksi	DBSIZE*FCF	<i>Interaction term</i> dari ukuran dewan direksi dengan level <i>free cash flow</i>
Earning Management	DA	Nilai residu persamaan regresi dalam Model (2)
Tingkat Pertumbuhan	S_GROWTH	Selisih nilai pendapatan periode berjalan dengan periode sebelumnya dibagi pendapatan periode sebelumnya.
Realisasi Investasi	INV	Selisih antara nilai pengeluaran kas untuk pembelian aset tetap, aset intangibel dan aset jangka panjang lain dengan nilai penerimaan kas dari penjualan aset tetap, aset intangibel dan aset jangka panjang lainnya, dibagi dengan nilai total aset.
Kesempatan Investasi	TQ	Jumlah akhir dari harga per lembar saham dikali dengan jumlah saham yang diperdagangkan, aset bersih per lembar saham dikali

dengan jumlah saham tidak diperdagangkan dan nilai buku liabilitas dibagi nilai total aset.

Untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel inefisiensi investasi di dalam penelitian ini menggunakan persamaan regresi pada Model (3). Pengujian dilakukan terhadap kelompok data yang dibagi ke dalam empat panel yaitu panel (1a), (1b), (1c) dan (1d). Perbedaan antara panel (1a) dan (1b) adalah dilibatkannya variabel interaksi DBSIZE_FCF pada panel (1b) dengan tujuan untuk mengetahui kemampuan variabel FCF dalam memoderasi pengaruh DBSIZE terhadap INV_IEF. Sedangkan panel (1c) dan (1d) menunjukkan hasil pengujian Model (3) pada kelompok data yang memiliki level *free cash flow* positif (panel 1c) dan kelompok data yang memiliki level *free cash flow* negatif (panel 1d).

$$\begin{aligned}
 INV_IEF_{it} = & \alpha_{it} + \beta_1 LARGEST_{it} + \beta_2 DBSIZE + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 DA_{it} + \beta_5 S_GROWTH_{it} \\
 & + \beta_6 INV_{it-1} + \beta_7 TQ_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Hasil Dan Pembahasan

Total data observasi yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 561 data kemudian untuk kelompok data perusahaan dengan FCF positif berjumlah 320 data observasi, sedangkan untuk kelompok data perusahaan dengan FCF negatif berjumlah 241 data observasi.

Tabel 3 menyajikan perbandingan kepemilikan saham terbesar berdasarkan tipe pemegang saham pada perusahaan-perusahaan sampel. Data yang diperoleh menunjukkan bahwa tipe pemegang saham institusi rata-rata menguasai 68,25% porsi saham perusahaan, minimum 34,88% dan maksimum 97,39%, proporsi yang hampir sama dimiliki juga oleh tipe pemegang saham asing. Proporsi yang relatif paling rendah terlihat pada tipe pemegang saham publik dengan rata-rata 55,95% dan porsi minimal 32,55%.

Tabel 3. Proporsi Kepemilikan Saham Berdasarkan Tipe Pemegang Saham

Tipe	Mean	Median	Modus	Min	Maks
Institusi	68.25%	68.71%	63.47%	34.88%	97.39%
Pemerintah	63.32%	65.00%	63.47%	52.09%	73.53%
Publik	55.95%	53.04%	65.00%	32.55%	99.48%
Asing	66.90	65.14%	42.92%	34.21%	97.00%
Manajemen	61.73%	57.94%	50.11%	43.02%	90.00%

Keterangan: Tipe kepemilikan keluarga = 0.00%

Data ukuran dewan direksi (DBSIZE) yang diperoleh dari sampel penelitian ini menunjukkan secara umum jumlah anggota dewan direksi perusahaan-perusahaan sampel berada pada rentang (*range*) 3-6 orang dan jumlahnya mencapai 80,68% dari total sampel. Kemudian nilai *mean* = 4 orang anggota, dan *modus* = 4 orang anggota, sedangkan jumlah minimum = 2 orang dan maksimum = 13 orang anggota. Rentang 3-6 orang anggota dewan direksi untuk perusahaan di Indonesia sangat ideal dan sesuai dengan rentang jumlah yang disarankan oleh OJK (2104) serta dalam konteks *corporate governance* di Indonesia termasuk

Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Inefisiensi Investasi Dengan *Free Cash Flow* Sebagai Pemoderasi

dalam tipe *medium-size listed company*. Apabila dikaji perbandingan antar periode maka data yang diperoleh menunjukkan bahwa selama periode 2014-2018 jumlah anggota dewan direksi perusahaan telah mengalami *downsizing*. Pada periode 2014, mean DBSIZE = 4,83 kemudian menurun menjadi 4,69 di periode 2018 dan mencapai jumlah terendah pada tahun 2017 yaitu 4,55.

Menurut Governancetoday (2020) dengan jumlah anggota dewan direksi kurang dari 8 orang maka proses pengambilan keputusan menjadi lebih mudah dan cepat, *agency cost* menjadi lebih rendah dan menurunkan *conflict of interest* karena memudahkan pemegang saham terbesar untuk memonitor dan mengendalikan dewan direksi. Hasil penelitian Shakir (2008) membuktikan bahwa pasar investor lebih menyukai perusahaan yang memiliki ukuran dewan direksi yang kecil dengan jumlah direksi eksternal yang sedikit tetapi dengan direksi eksekutif yang lebih banyak.

Tabel 4. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	St. Dev	Min	Maks
INV_IEF	-0.0083	-0.0198	0.0482	-0.1825	0.1535
LARGEST	0.6523	0.6500	0.1556	0.3255	0.9948
DBSIZE	1.4797	1.6094	0.3677	0.6931	2.5649
FCF	0.8118	4.1217	5.1959	-7.1324	7.8092
DA	0.0028	0.0082	0.1729	-1.7156	7.8092
S_GROWTH	0.0756	0.0359	0.5829	-1.0000	1.7548
INV _{t-1}	0.4989	0.3114	0.0636	-0.1166	0.4400
TQ	4.9448	5.2997	1.2019	1.2019	7.8096

Dalam Tabel 4 ditunjukkan gambaran statistik deskriptif seluruh data observasi. Diperoleh data bahwa nilai *mean* variabel INV_IEF = -0.0083 yang berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel berada pada kondisi *under-investment*. Nilai *under-investment* terendah adalah -0.1825 sedangkan nilai *over-investment* tertinggi adalah 0.1535. Variabel FCF menunjukkan nilai mean = 0.8118 dengan nilai level FCF terendah = -7.1324 sedangkan nilai level FCF tertinggi = 7.8092. Perbandingan antara periode diperoleh data bahwa secara gradual, nilai INV_IEF mengalami penurunan. Pada periode 2014, mean INV_IEF = 0,059 kemudian pada tahun 2018 menjadi 0,046 dan mencapai nilai terendah pada tahun 2017 yaitu 0,043.

Tabel 5. Matrik Koefisien Korelasi Pearson

Variabel	INV_IEF	LARGEST	DBSIZE	FCF	DA	S_GROWTH	INV _{t-1}	TQ
INV_IEF	1							
LARGEST	-0.111**	1						
DBSIZE	-0.148**	-0,073*	1					
FCF	-0.171**	0.064	-0.050	1				
DA	0.063	-0.018	0.013	-0.165	1			
SGROWTH	0.115**	-0.054	0.006	-0.038	0.030	1		

Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Inefisiensi Investasi Dengan *Free Cash Flow* Sebagai Pemoderasi

INV _{t-1}	0.506**	-0.043	-0.142**	-0.101**	0.045	0.095*	1
TQ	-0.072*	0.021	-0.081*	-0.043	-0.023	-0.034	-0.025 1

** Taraf signifikansi pada level 0.01

* Taraf signifikansi pada level 0.05

Tabel 5 menampilkan koefisien korelasi antar variabel dan memperlihatkan hasil bahwa hampir seluruh variabel independen berkorelasi secara signifikan dengan variabel inefisiensi investasi dalam berbagai arah yang berbeda. Variabel LARGEST, DBSIZE, FCF dan TQ berkorelasi negatif secara signifikan dengan variabel inefisiensi investasi. Sedangkan variabel S_GROWTH, dan INV_{t-1} berkorelasi positif secara signifikan dengan variabel inefisiensi investasi. Hanya variabel DA yang tidak berkorelasi dengan variabel inefisiensi investasi.

Tabel 6. Pengaruh Variabel Independen Terhadap Inefisiensi Investasi

Variabel	(1.a)	(1.b)	(1.c)	(1.d)
			FCF Positif	FCF Negatif
(Constant)	0.012 ** (0.187)	0.012 ** (0.184)	0.016 ** (-0.116)	0.053 ** (-0.233)
LARGEST	0.004 * (-0.010)	0.004 * (-0.009)	0.012 (0.014)	0.036 (0.019)
DBSIZE	0.003 ** (-0.010)	0.003 ** (-0.010)	0.005 * (0.008)	0.019 ** (-0.057)
FCF	0.001 ** (-0.004)	0.001 ** (-0.004)	0.002 ** (0.009)	0.007 ** (-0.048)
DBSIZE*FCF		0.002 (0.002)		
DA	0.014 (0.007)	0.014 (0.008)	0.018 (-0.022)	0.024 ** (-0.103)
S_GROWTH	0.009 (0.014)	0.009 (0.014)	0.005 (0.009)	0.008 (-0.008)
INV _{t-1}	0.024 ** (0.311)	0.024 ** (0.310)	0.031 ** (0.227)	0.060 ** (0.341)
TQ	0.004 (-0.007)	0.004 (-0.007)	0.001 ** (0.004)	0.005 * (0.013)
R ²	0.295	0.298	0.297	0.311
Adjusted R ²	0.286	0.287	0.281	0.293
F-statistic	33.014	29.228	18.791	16.481
Sig	0.000	0.000	0.000	0.000

** Taraf signifikansi pada level 0.01

Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Inefisiensi Investasi Dengan *Free Cash Flow* Sebagai Pemoderasi

Keterangan; INV_IEF : Inefisiensi Investasi; LARGEST : Pemegang Saham Terbesar; DBSIZE : Ukuran Dewan Direksi; FCF : Free Cash Flow; DBSIZE*FCF : Moderasi FCF terhadap ukuran dewan direksi; DA : Earning Management; S_GROWTH : Tingkat Pertumbuhan; INV : Realisasi Investasi; TQ : Kesempatan Investasi.

Tabel 6 menampilkan hasil pengujian regresi variabel independen terhadap variabel dependen dalam empat panel. Panel (1a) dan (1b) menguji seluruh data sampel terhadap Model (3). Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel independen secara simultan mempengaruhi variabel inefisiensi investasi sebesar 28.6% dan *F-statistic* signifikan pada taraf 0.01.

Variabel LARGEST secara parsial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap variabel inefisiensi investasi. Hasil ini membuktikan bahwa pemegang saham terbesar (LARGEST) mempengaruhi penurunan level inefisiensi investasi. Dengan demikian maka hipotesis 1 didukung. Bukti ini didukung oleh hasil penelitian Chen et al. (2017); Salami (2011); Svedin & Stage (2016).

Apabila dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, maka pemegang saham terbesar memiliki hak *voting* dalam memilih anggota dewan direksi yang dinilai dapat bekerjasama dengan mereka, sehingga memiliki kendali yang kuat terhadap operasional perusahaan, kemudian pemegang saham terbesar memiliki akses yang lebih luas untuk mendapatkan informasi internal perusahaan sehingga dapat menurunkan *information asymmetry* dengan dewan direksi dibandingkan pemegang saham minoritas, dan memiliki kesempatan untuk terlibat dan berpartisipasi dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan, serta melakukan pengawasan (*monitoring*) secara aktif terhadap kinerja dewan direksi atau manajer. Eksistensi pemegang saham terbesar dalam struktur *corporate governance* mampu meningkatkan kualitas *monitoring* dan *controlling* realisasi investasi perusahaan sehingga dapat menekan inefisiensi.

Kemudian variabel DBSIZE secara parsial juga berpengaruh negatif terhadap variabel inefisiensi investasi. Hasil ini membuktikan bahwa ukuran dewan direksi (DBSIZE) mempengaruhi penurunan level inefisiensi investasi. Dengan demikian maka hipotesis 2 diterima. Bukti ini mendukung hasil penelitian Azhar et al. (2019); Chen & Chen (2017); He (2016); Kim & Kwon (2015).

Upaya pengurangan jumlah (*downsizing*) anggota dewan direksi secara *gradual* yang dilakukan selama periode amatan, mengakibatkan ukuran dewan direksi perusahaan-perusahaan publik di Indonesia menjadi relatif kecil. Ukuran dewan direksi yang mengecil ini mempengaruhi penurunan level inefisiensi investasi. Berkat jumlah anggota dewan direksi yang kecil memungkinkan setiap anggota untuk terlibat dan bertanggung jawab secara penuh terhadap keputusan investasi yang diambil sehingga mendorong dewan direksi untuk memaksimalkan nilai investasi tersebut dengan harapan dapat memperoleh bonus yang tinggi. Jumlah anggota dewan direksi yang kecil dapat mengurangi *agency cost* dan *coordination cost* sehingga serta meningkatkan efektifitas *monitoring* dan *controlling* sehingga efektifitas *corporate governance* meningkat dan menurunkan inefisiensi investasi perusahaan.

Hasil pengujian variabel FCF menunjukkan bahwa level *free cash flow* (FCF) perusahaan cenderung menurunkan tingkat inefisiensi investasi. Namun dalam panel (1b), pengujian terhadap variabel interaktif DBSIZE*FCF tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap variabel inefisiensi investasi. Hal ini berarti, level *free cash flow* tidak dapat memoderasi pengaruh ukuran dewan direksi terhadap inefisiensi investasi. Dengan demikian maka hipotesis 3 tidak terdukung.

Pengujian terhadap kelompok data yang menggunakan level *free cash flow* positif dalam panel (1c) menunjukkan bahwa tingkat inefisiensi investasi mengalami peningkatan pada saat perusahaan memiliki level *free cash flow* positif. Sedangkan hasil pengujian panel (1d) menunjukkan bahwa tingkat inefisiensi investasi perusahaan mengalami penurunan pada saat perusahaan memiliki level *free cash flow* negatif. Dalam pengujian kedua panel tersebut terbukti bahwa ukuran dewan direksi secara konsisten berpengaruh terhadap inefisiensi investasi walaupun dengan arah pengaruh yang berbeda. Pada kelompok data dengan level *free cash flow* positif, pengaruh ukuran dewan direksi bersifat positif tetapi pada kelompok data dengan level *free cash flow* negatif, pengaruh ukuran dewan direksi juga bersifat negatif.

Penerapan *good corporate governance* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia menunjukkan hasil yang efektif menurunkan inefisiensi investasi selama periode 2014-2018. Sebagai elemen penting dalam *corporate governance*, dewan direksi dan pemegang saham terbesar berhasil menurunkan *agency cost* yang timbul sebagai akibat dari *agency problem*. Dewan direksi dan pemegang saham terbesar secara simultan berupaya untuk mengurangi terjadinya *conflict of interest* diantara mereka sehingga dapat menciptakan *corporate governance* yang efektif dan pengelolaan investasi yang efisien. Walaupun demikian, keinginan dewan direksi untuk melakukan investasi secara berlebihan tetap ada pada saat perusahaan memiliki level *free cash flow* positif namun pada saat perusahaan memiliki level *free cash flow* negatif, dewan direksi cenderung menahan diri untuk bertindak inefisien. Kondisi level *free cash flow* yang negatif, memaksa perusahaan untuk mengambil keputusan untuk melakukan penangguhan dan penundaan realisasi sejumlah nilai investasi dari total nilai komitmen investasi yang ditetapkan di awal periode untuk menyeimbangkan kondisi keuangan.

Sedangkan variabel INV_{t-1} berpengaruh positif terhadap variabel inefisiensi investasi. Artinya nilai realisasi investasi di periode sebelumnya cenderung mendorong perusahaan untuk menambah atau meningkatkan nilai realisasi investasi di periode berjalan. Konsistensi hasil juga terlihat pada pengaruh positif variabel INV_{t-1} terhadap inefisiensi investasi, baik pada saat perusahaan memiliki level *free cash flow* positif maupun negatif. Hasil ini membuktikan bahwa jumlah realisasi investasi perusahaan di periode sebelumnya sangat kuat mendorong peningkatan nilai inefisiensi investasi perusahaan pada periode berjalan.

Simpulan

Pemegang saham terbesar (*The largest shareholders*) dan ukuran anggota dewan direksi (*Board size*) berpengaruh negatif secara signifikan terhadap level inefisiensi investasi. Sedangkan level *free cash flow* tidak dapat memoderasi pengaruh ukuran dewan direksi (*Board Size*) terhadap level inefisiensi investasi perusahaan.

Implikasi secara teoritis dari penelitian ini adalah berupa dukungan penguat terhadap hasil penelitian-penelitian terdahulu yang telah membuktikan bahwa penerapan praktik *good corporate governance* pada perusahaan khususnya yang terkait dengan penentuan peran pemegang saham terbesar serta penentuan jumlah anggota dewan direksi guna menurunkan level inefisiensi investasi perusahaan. Sedangkan implikasi secara praktis, hasil penelitian ini dapat menjadi referensi bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Indonesia dan pemangku kepentingan untuk memperbaiki *The Indonesia Corporate Governance Manual* pada edisi berikutnya serta guna

memperkuat implementasi kebijakan *mandatory* bagi manajemen perusahaan-perusahaan publik untuk mencapai level *good corporate governance* di masa yang akan datang.

Keterbatasan penelitian ini adalah terletak pada jumlah sampel yang terbatas hanya empat sektor sehingga hasil dari penelitian ini belum dapat digeneralisasi pada sektor-sektor lainnya. Selain itu, penelitian ini juga tidak menguji pengaruh perbedaan karakteristik antar sektor industri dan antar periode amatan terhadap inefisiensi investasi. Oleh karena itu, pada penelitian berikutnya perlu dipertimbangkan untuk menambah jumlah sampel dan menguji pengaruh perbedaan karakteristik antar sektor industri serta antar periode amatan.

Referensi

- Adame, K., Koski, J., & McVay, S. (2019). *Why Are Investors Paying More Attention to Free Cash Flows?* Retrieved from [https://www.hbs.edu/faculty/conferences/2019-imo/Documents/McVay paper.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/conferences/2019-imo/Documents/McVay%20paper.pdf)
- Andreou, P. C., Louca, C., & Panayides, P. M. (2014). Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*. <https://doi.org/10.1016/j.tre.2014.01.005>
- Andres, C. (2011). Family ownership, financing constraints and investment decisions. *Applied Financial Economics*. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.589805>
- Ataünal, L., & Aybars, A. (2017). Is Excess Free Cash Flow Over-Invested? Evidence from Borsa İstanbul. *M U İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. <https://doi.org/10.14780/muiibd.329721>
- Azhar, A. B., Abbas, N., Waheed, A., & Maliq, Q. A. (2019). The impact of ownership structure and corporate governance on investment efficiency: an empirical study from Pakistan Stock Exchange (PSX). *Pakistan Administrative Review*, 3(2), 84–98.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earning quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83–128.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Bizjak, J., Brickley, J. A., & Coles, J. (1993). Stock-Based Incentive Compensation and Investment Behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 349–372.
- Botoc, C., & Enache, C. (2013). Underinvestment Problem: Romanian Evidence. *Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica*, 15(2), 552–560.
- Bruce, D. N. (2009). *Corporate governance and multi-dimensional performance* (Universitat Autònoma de Barcelona). Retrieved from <https://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/3975/dnb1de1.pdf>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78–98. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>
- Cai, J. (2013). Does Corporate Governance Reduce the Overinvestment of Free Cash Flow? Empirical Evidence from China. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2(3), 97–126.

- Chen, I.-J., & Chen, S.-S. (2017). Corporate Governance and the Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(1), 99–114. <https://doi.org/10.1111/jacf.12224>
- Chen, I.-J., & Lin, S.-H. (2012). Will Managerial Optimism Affect the Investment Efficiency of a Firm? *Procedia Economics and Finance*. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(12\)00066-4](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(12)00066-4)
- Chen, I.-J., & Lin, S.-H. (2013). Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation. *Multinational Finance Journal*. <https://doi.org/10.17578/17-3/4-6>
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Chen, S. S., & Chen, I. J. (2012). Corporate governance and capital allocations of diversified firms. *Journal of Banking and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.07.013>
- Cheng, P., Man, P., & Yi, C. H. (2013). The impact of product market competition on earnings quality. *Accounting and Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00457.x>
- Cherkasova, V., & Rasadi, D. (2017). Earnings Quality and Investment Efficiency: Evidence from Eastern Europe. *Review of Economic Perspectives*. <https://doi.org/10.1515/revecp-2017-0023>
- Clay, D. G. (2002). *Institutional Ownership and Firm Value*. Retrieved from https://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=485922
- Dechow, P. M., & Ge, W. (2006). The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting Studies*, 11(2–3), 253–296.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(01), 1–36.
- Doidge, C., Andrew Karolyi, G., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>
- Farooq, S., Gilbert, A., & Tourani-Rad, A. (2016). Impact of Corporate Governance on Overinvestment and Underinvestment: An Examination of ASX Listed Companies*. *Semanticscholar.Org*. Retrieved from <https://pdfs.semanticscholar.org/cbed/1aadcbaf5d3e73d1d1a42db4cb068e566f51.pdf>
- Gill, A., Sharma, S. P., Mand, H. S., & Mathur, N. (2012). The relationship between corporate governance and the investment decision of small business firms in India. *Journal of Finance and Investment Analysis*.
- Goldman, E., & Wang, W. (2017). Weak Governance by Informed Large Shareholders. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2768328>
- Governancetoday. (2020). What is the optimum Board size? Retrieved from www.governancetoday.com website: https://www.governancetoday.com/GT/Articles/What_is_the_optimum_Board_size.aspx?WebsiteKey=0cf4306a-f91b-45d7-9ced-a97b5d6f6966
- Grosman, A. (2015). Corporate Governance as a Mechanism to Mitigate Financing Constraints on Investment. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2638434>
- Guariglia, A., & Yang, J. (2018). Adjustment behavior of corporate cash holdings: the China

- experience. *The European Journal of Finance*, 24(16), 1428–1452. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2015.1071716>
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *European Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1080/13518470802466121>
- He, R. (2016). *Board Effectiveness and Firm Investment Efficiency*. Macquarie University.
- Hope, O. K. (2013). Large shareholders and accounting research. *China Journal of Accounting Research*. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2012.12.002>
- Horváth, R., & Spirollari, P. (2012). Do the board of directors' characteristics influence firm's performance? the U.S. evidence. *Prague Economic Papers*. <https://doi.org/10.18267/j.pep.435>
- Janang, J. T., Tinggi, M., & Kun, A. (2018). Technical inefficiency effects of corporate governance on government linked companies in Malaysia. *International Journal of Business and Society*.
- Ji, A. E. (2016). The Impact of Board Size on Firm-Level Capital Investment Efficiency. *International Journal of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n10p110>
- Jiang, X. (2016). Over-Investment of Free Cash Flow during CEO's Tenure. *Technology and Investment*. <https://doi.org/10.4236/ti.2016.73007>
- Kamran, M. R., Zhao, Z., & Ambreen, S. (2017). Free cash flow impact on firm's profitability: An empirical indication of firms listed in KSE, Pakistan. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 6(1), 146–157.
- Kim, K., & Kwon, O. (2015). The investment efficiency of private and public firms: Evidence from Korea. *Journal of Applied Business Research*. <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i4.9325>
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2007). Overinvestment and underinvestment problems: Determining factors, consequences and solutions. *Corporate Ownership and Control*. <https://doi.org/10.22495/cocv5i1p7>
- Lei, Q., & Chen, H. (2019). Corporate Governance Boundary, Debt Constraint, and Investment Efficiency. *Emerging Markets Finance and Trade*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1526078>
- Lin, T.-T., & Lee, Y.-C. (2007). Organizational Characteristics, Board Size and Corporate Performance. *International Conference of Accounting and Information Technology*. Ohio.
- Lublin, J. S. (2014). Smaller Boards Get Bigger Returns. Retrieved March 1, 2020, from Wallstreet Journal website: <https://www.wsj.com/articles/smaller-boards-get-bigger-returns-1409078628>
- Moez, E. G., & Amina, Z. (2018). Overinvestment of Free Cash Flow and Manager's Overconfidence. *International Business Research*. <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n3p48>
- Muñoz-Bullon, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Suárez-González, I. (2018). Diversification decisions among family firms: The role of family involvement and generational stage. *BRQ Business Research Quarterly*. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2017.11.001>
- Nam, S.-W., & Nam, I. C. (2004). *Corporate governance in Asia*. Retrieved from <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/159384/adbi-corp-gov-asia.pdf>
- Nor, N. H. M., Nawawi, A., & Salin, A. S. A. P. (2017). The influence of board independence, board size and managerial ownership on firm investment efficiency. *Pertanika Journal of Social Sciences and Humanities*.

- Nugroho, A. C., Firdaus, M., Andati, T., & Irawan, T. (2018). Investment decision in the agency theory framework. *MIX: Jurnal Ilmiah Manajemen*. <https://doi.org/10.22441/mix.2018.v8i1.002>
- OJK. *The Indonesia Corporate Governance Manual*. , (2014).
- OJK. *Indonesia Corporate Governance Manual, Second Edition*. , (2018).
- Omokhomion, I. (2018). Corporate governance and investment decision making in Real Estate Investment Trusts (REITs). *RICS COBRA*. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.27988.71040>
- Pambagio, A. (2016). Dilema BUMN membangun infrastruktur. Retrieved from DetikNews.com website: <https://news.detik.com/kolom/d-4580827/dilema-bumn-membangun-infrastruktur>
- Perdana, D. (2019). Investigasi Empiris Interaksi Free Cash Flow, Earning Management dan Inefisiensi Investasi. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 9(3), 343–359. <https://doi.org/https://doi.org/10.22219/jrak.v9i3.66>
- Price, N. J. (2018). Why Your Board Size Matters: How a Smaller Board Can Be More Effective. Retrieved from Diligent Insights website: <https://insights.diligent.com/board-composition/why-your-board-size-matters-how-a-smaller-board-can-be-more-effective>
- Rashed, A. S., Abd El-Rahman, E. M., Ismail, E. F. M., & Samea, D. M. A. El. (2018). Ownership Structure and Investment Efficiency: Evidence From Egypt. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v8i4.13630>
- Salami, K. (2011). Analysis of the Relationship between Share Ownership Structure, Corporate Governance Structure, and Corporate Investment Efficiency, using GSE Market Data (2005-9). *Journal of Accounting and Finance*.
- Santoso, Y. I. (2019). BKPM temukan investasi di Pertamina mandek sebesar Rp300 triliun, ini penyebabnya. *Kontan. Co.Id*. Retrieved from <https://nasional.kontan.co.id/news/bkpm-temukan-investasi-di-pertamina-mandek-sebesar-rp-300-triliun-ini-penyebabnya?page=all>
- Shakir, R. (2008). Board Size, Board Composition and Property Firm Performance. *Pacific Rim Property Research Journal*. <https://doi.org/10.1080/14445921.2008.11104248>
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2017). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*. <https://doi.org/10.24843/jiab.2016.v11.i02.p01>
- Sudarma, M., & Putra, I. (2014). Pengaruh good corporate governance pada biaya keagenan. *E-Jurnal Akuntansi*, 9(3), 591–607.
- Svedin, D., & Stage, J. (2016). Impacts of foreign direct investment on efficiency in Swedish manufacturing. *SpringerPlus*. <https://doi.org/10.1186/s40064-016-2238-x>
- Syriopoulos, T., Tsatsaronis, M., & Roumpis, E. (2007). Financial decisions, ownership and governance on corporate value. *European Finance Association*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=968280>
- Tangjitprom, N. (2015). *Over-investment and Free Cash Flow: Evidence from Thailand*. Phuket: International Conference on Business, Economics and Management (ICBEM'15) April 9-10, 2015 Phuket (Thailand).
- Veklenko, K. (2016). *The Impact of Board Composition on the Firm's Performance in Continental Europe*. University of Twente.
- Wardhana, L. I., & Tandelilin, E. (2011). Institutional ownership and agency conflict controlling mechanism. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 26(3), 389–406.

- Wei, Z., Wu, S., Li, C., & Chen, W. (2011). Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2011.04.001>
- World-Bank. (2010). *Indonesia - Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) : corporate governance country assessment (English)*. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/514561468039867553/Indonesia-Report-on-the-Observance-of-Standards-and-Codes-ROSC-corporate-governance-country-assessment>
- Yeo, H. J. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. *Asian Journal of Shipping and Logistics*. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2018.06.007>
- Zhu, S. (Xi). (2019). *The relationship between investment and free cash flow: Evidence from New Zealand firms*. Auckland University of Technology.