



## PENGARUH KARAKTERISTIK DEWAN KOMISARIS TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI PERUSAHAAN NON-KEUANGAN PADA JAKARTA ISLAMIC INDEX 70 PERIODE 2020–2023

Adli Rikanda Saputra<sup>a\*</sup>

<sup>a</sup>Akuntansi Keuangan Syariah; UIN Raden Intan Lampung; [adlirikanda@gmail.com](mailto:adlirikanda@gmail.com); Jl. Letkol H. Endro Suratmin, Sukarame, Kota Bandar Lampung, Provinsi Lampung 35131, Indonesia

\* Penulis Korespondensi: Adli Rikanda Saputra

### ABSTRACT

*This study examines the effect of board of commissioners' characteristics on investment decisions among non-financial firms listed in the Jakarta Islamic Index 70 (JII70) during the 2020–2023 period. Investment decisions are proxied by the investment-to-asset ratio, which reflects firms' long-term capital allocation intensity. The study employs secondary data obtained from annual reports and corporate governance reports, covering 25 firms and generating 100 panel observations. Panel data regression is applied, and model selection tests indicate that the Fixed Effect Model is the most appropriate specification. The results reveal that board independence has a positive and significant effect on investment decisions, while board size has a negative and significant effect. In contrast, board gender diversity does not have a significant impact on firms' investment decisions during the study period. These findings suggest that monitoring effectiveness and board structure efficiency play a more prominent role in shaping investment intensity than gender composition on the board. This study contributes to the Islamic corporate governance literature by providing empirical evidence from Indonesia's JII70 on how board independence and board structure efficiency are associated with firms' investment intensity.*

**Keywords:** JII70; investment decision; board independence; board size; gender diversity

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh karakteristik dewan komisaris terhadap keputusan investasi pada perusahaan non-keuangan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index 70 (JII70) selama periode 2020–2023. Keputusan investasi diprosikan menggunakan rasio investasi terhadap aset yang mencerminkan intensitas alokasi modal jangka panjang perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan dan laporan tata kelola perusahaan, dengan sampel sebanyak 25 perusahaan sehingga menghasilkan 100 observasi data panel. Metode analisis yang digunakan adalah regresi data panel, dan hasil pengujian model menunjukkan bahwa Fixed Effect Model merupakan spesifikasi yang paling tepat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi, sedangkan ukuran dewan berpengaruh negatif dan signifikan. Sementara itu, keberagaman gender dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi perusahaan selama periode penelitian. Temuan ini mengindikasikan bahwa efektivitas fungsi pengawasan dan efisiensi struktur dewan memiliki peran yang lebih dominan dalam mendorong intensitas investasi dibandingkan komposisi gender dewan. Studi ini berkontribusi pada literatur tata kelola perusahaan syariah dengan menyediakan bukti empiris dari konteks JII70 di Indonesia mengenai peran independensi dewan dan efisiensi struktur dewan dalam memengaruhi keputusan investasi perusahaan.

**Kata Kunci:** JII70; keputusan investasi; independensi dewan; ukuran dewan; keberagaman gender

## 1. PENDAHULUAN

Jakarta Islamic Index 70 (JII70) merupakan salah satu indeks saham syariah utama di Indonesia yang mencerminkan kinerja perusahaan-perusahaan terdaftar yang tidak hanya memenuhi kriteria kepatuhan syariah, tetapi juga diharapkan memiliki kualitas tata kelola yang relatif lebih baik. Rumaidia dan Rahman (2023) menegaskan bahwa perusahaan yang tergabung dalam JII70 umumnya menjadi perhatian investor karena dipersepsikan memiliki struktur tata kelola dan kinerja keuangan yang mampu mendukung penciptaan nilai perusahaan secara berkelanjutan [1]. Dalam konteks pasar modal syariah, indeks ini tidak sekadar berfungsi sebagai indikator kinerja saham, tetapi juga sebagai referensi utama bagi investor dalam menilai kualitas pengelolaan dan kebijakan strategis perusahaan.

Salah satu kebijakan strategis yang paling menentukan kinerja jangka panjang perusahaan adalah keputusan investasi. Dalam literatur keuangan perusahaan, keputusan investasi dipahami sebagai keputusan alokasi modal jangka panjang yang tercermin dalam intensitas investasi perusahaan, yang sering diukur menggunakan *investment-to-asset ratio* (II/TA). II/TA digunakan secara luas dalam penelitian tata kelola untuk menilai bagaimana kebijakan pengelolaan modal dan struktur pengawasan perusahaan memengaruhi intensitas investasi, khususnya pada perusahaan yang tergabung dalam indeks saham, termasuk indeks syariah [1], [2]. Dengan demikian, keputusan investasi menjadi indikator penting untuk memahami bagaimana tata kelola perusahaan diterjemahkan ke dalam kebijakan alokasi modal yang konkret.

Dalam konteks JII70, keputusan investasi tidak dapat dilepaskan dari peran mekanisme corporate governance. Variabel-variabel tata kelola seperti independensi dewan, ukuran dewan, dan karakteristik dewan lainnya berperan dalam membentuk disiplin keuangan dan arah alokasi investasi perusahaan [1]. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa tata kelola yang lebih kuat berpotensi mengurangi risiko investasi yang tidak optimal, baik dalam bentuk *over-investment* maupun *under-investment*, sehingga keputusan investasi lebih terarah pada penciptaan nilai jangka panjang. Dalam konteks Indonesia, pengaruh tata kelola terhadap kebijakan investasi bersifat kontekstual dan dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan serta sektor industri [2].

Independensi dewan menjadi salah satu mekanisme tata kelola yang paling sering dikaitkan dengan kualitas keputusan investasi. Dewan yang lebih independen diasumsikan memiliki kemampuan monitoring yang lebih kuat, sehingga mampu membatasi perilaku oportunistik manajemen dan meningkatkan disiplin investasi [1]. Dalam konteks perusahaan syariah, independensi dewan berkontribusi pada persepsi investor yang lebih positif terhadap kebijakan keuangan dan investasi melalui peningkatan transparansi dan akuntabilitas [3]. Oleh karena itu, pada perusahaan yang tergabung dalam JII70, independensi dewan dipandang sebagai faktor penting dalam memastikan bahwa keputusan investasi dilakukan secara objektif dan selaras dengan kepentingan pemegang saham.

Selain independensi, ukuran dewan juga memiliki implikasi terhadap keputusan investasi perusahaan. Dewan dengan ukuran yang lebih besar dapat menyediakan cakupan pengawasan dan keragaman keahlian yang lebih luas, namun pada saat yang sama menghadapi peningkatan biaya koordinasi yang dapat memengaruhi efektivitas pengambilan keputusan [1]. Ukuran dewan tidak selalu berimplikasi langsung terhadap intensitas investasi, melainkan berinteraksi dengan karakteristik perusahaan dan sektor industri [2]. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh ukuran dewan terhadap keputusan investasi pada perusahaan JII70 bersifat kompleks dan tidak dapat digeneralisasi secara sederhana.

Isu keberagaman gender dewan juga semakin mendapat perhatian dalam kajian keputusan investasi. Kehadiran perempuan di dewan komisaris berkaitan dengan tingkat kehati-hatian yang lebih tinggi, manajemen risiko yang lebih baik, dan peningkatan efisiensi investasi [4]. Dalam konteks Indonesia, diversitas gender dewan dapat memengaruhi kebijakan pendanaan dan investasi, meskipun besaran dan arah pengaruhnya bervariasi antar perusahaan dan sektor [5], [6]. Oleh karena itu, pada perusahaan JII70 yang terdiri dari berbagai sektor dan ukuran perusahaan, peran dewan perempuan dipandang sebagai faktor moderasi yang berpotensi memengaruhi hubungan antara tata kelola dan keputusan investasi.

Variasi temuan empiris, keterbatasan data tata kelola, serta kompleksitas konteks syariah menunjukkan adanya kebutuhan akan kajian empiris yang lebih terfokus. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh karakteristik dewan komisaris terhadap keputusan investasi perusahaan yang tergabung dalam JII70.

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1. Teori Governance

Teori governance menjelaskan bahwa ukuran dewan (board size), komposisi gender (board female), dan independensi dewan (board independence) mempengaruhi keputusan investasi yang diukur lewat rasio investasi terhadap aset (investment-to-asset ratio) melalui mekanisme monitoring, biaya koordinasi, dan preferensi risiko manajer [13], [14], [15]. Dalam kerangka ini, keputusan investasi dipandang sebagai hasil dari kualitas pengawasan dewan dan efisiensi proses pengambilan keputusan strategis. Ukuran dewan yang lebih besar sering meningkatkan biaya koordinasi dan potensi inefisiensi, sehingga kebijakan investasi cenderung lebih konservatif dan rasio investasi terhadap aset menurun. Peningkatan biaya koordinasi tersebut dapat memperlambat respons perusahaan terhadap peluang investasi yang bernilai, sehingga menekan intensitas investasi jangka panjang. Penelitian menunjukkan bahwa dewan yang lebih besar dapat mengurangi risiko perusahaan, yang mungkin berpengaruh terhadap keputusan investasi [13].

Independensi dewan meningkatkan monitoring dan kualitas keputusan, sehingga dapat mengurangi over-investment dan menata alokasi investasi secara lebih risiko-terkontrol [15]. Melalui fungsi pengawasan yang lebih kuat, dewan independen berperan memastikan bahwa keputusan investasi didasarkan pada pertimbangan ekonomi yang rasional dan berorientasi pada penciptaan nilai, bukan pada kepentingan manajerial jangka pendek. Keberadaan perempuan di dewan diasosiasikan dengan kehati-hatian dan risiko konservatif, tercermin pada kecenderungan pembiayaan yang lebih prudent dan keputusan investasi yang lebih berhati-hati [14]. Perbedaan preferensi risiko ini berpotensi memengaruhi sikap perusahaan terhadap ekspansi dan investasi jangka panjang. Diversitas gender juga dapat memoderasi hubungan antara ukuran dewan dan investasi, memperkuat atau melemahkan efek kebijakan investasi bergantung pada konteksnya [15].

#### 2.1.1. Keputusan Investasi

Keputusan investasi (investment decisions) pada tingkat perusahaan adalah keputusan alokasi modal jangka panjang, sering diukur dengan rasio investasi terhadap aset (investment-to-asset ratio, I/TA) atau proxy lain seperti total asset growth (TAG) [16], [17]. I/TA digunakan sebagai variabel dependen dalam studi governance dan keuangan untuk menilai bagaimana struktur dewan, kebijakan CSR, atau faktor manajerial mempengaruhi intensitas investasi perusahaan [16], [17].

Dalam konteks indeks saham: indeks mencerminkan kinerja dan alokasi modal perusahaan-perusahaan anggotanya; literatur mengenai indeks utama menunjukkan bahwa faktor-faktor perusahaan, termasuk investasi dan alokasi modal, berpengaruh pada harga saham dan karakteristik indeks [18]. Di samping itu, studi yang menilai dampak tata kelola terhadap keputusan investasi memberi kerangka bagaimana komponen indeks syariah bisa dipengaruhi oleh kebijakan investasi perusahaan [19], [20].

Konteks saham syariah: riset di Jakarta Islamic Index menunjukkan bahwa governance (termasuk independensi dewan) mempengaruhi kebijakan dividen dan investasi secara umum; meskipun penggunaan I/TA secara eksplisit sebagai DV di sektor syariah masih terbatas, variabel governance relevan untuk memahami keputusan investasi pada indeks syariah [19], [20].

#### 2.1.2. Ukuran Dewan dan Keputusan Investasi

Ukuran dewan adalah jumlah anggota komisaris yang bekerja pada sebuah perusahaan, umumnya diukur sebagai jumlah anggota dewan secara kontinu [21], [22]. Dalam konteks indeks saham, ukuran dewan mempengaruhi keputusan investasi perusahaan anggota indeks melalui mekanisme tata kelola: kebijakan investasi dipengaruhi oleh kemampuan pengawasan, alokasi sumber daya, dan disiplin investasi yang ditopang oleh dewan yang lebih besar [22], [23]. Bukti Indonesia menunjukkan bahwa tata kelola (termasuk ukuran dewan) berperan pada perilaku investasi dan kinerja perusahaan yang tercerminkan pada indeks seperti LQ45 maupun saham syariah di JII70 [2], [23], [24]. Secara khusus, kehadiran dewan yang lebih besar dapat meningkatkan monitoring dan efisiensi investasi, meskipun konteks industri dan negara dapat memoderasi efeknya [2], [22]. Dalam saham syariah, governance structure tetap relevan untuk memahami alokasi modal dan respons kebijakan keuangan terhadap peluang nilai [2], [22].

H1: Ukuran dewan berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi

#### 2.1.3. Dewan Independen dan Keputusan Investasi

Independensi dewan komisaris merupakan salah satu mekanisme penting dalam tata kelola perusahaan yang berkaitan dengan kualitas pengambilan keputusan strategis, termasuk keputusan investasi. Dalam

konteks perusahaan yang tergabung dalam indeks saham seperti LQ45, JII70, dan Indonesian Sharia Stock Index (ISSI), proporsi atau keberadaan direktur independen menjadi indikator utama dalam menilai kekuatan fungsi pengawasan dewan terhadap manajemen. Independensi dewan umumnya diukur sebagai proporsi direktur atau komisaris independen terhadap total anggota dewan, atau menggunakan variabel dummy yang mencerminkan pemenuhan kriteria independensi tertentu [3].

Secara teoretis, independensi dewan diharapkan mampu meningkatkan efektivitas monitoring, mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, serta memperkuat disiplin investasi perusahaan. Mekanisme pengawasan yang lebih independen memungkinkan perusahaan menekan potensi over-investment maupun under-investment dengan memastikan bahwa keputusan investasi didasarkan pada pertimbangan ekonomi yang rasional dan berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang, sehingga perusahaan menjadi lebih responsif terhadap peluang investasi yang bernilai [25], [26].

Namun demikian, bukti empiris di Indonesia menunjukkan bahwa pengaruh independensi dewan terhadap keputusan investasi belum sepenuhnya konsisten. Peningkatan proporsi direktur independen tidak selalu diikuti oleh peningkatan efisiensi investasi yang diukur menggunakan investment-to-asset ratio (II/TA), yang mengindikasikan bahwa pengaruh independensi dewan bersifat kontekstual dan sangat dipengaruhi oleh karakteristik sektor industri serta lingkungan institusional perusahaan [27].

Sebaliknya, sejumlah penelitian menunjukkan bahwa independensi dewan memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan, kinerja keuangan, dan harga saham, baik pada perusahaan konvensional maupun perusahaan berbasis syariah. Kualitas pengawasan yang lebih kuat dari dewan independen dinilai mampu meningkatkan kepercayaan investor dan memperkuat daya tarik investasi perusahaan yang tergabung dalam indeks saham [3], [28].

Dalam konteks perusahaan syariah, independensi dewan dan struktur tata kelola yang kuat tetap relevan dalam meningkatkan kualitas pengungkapan serta memastikan alokasi modal yang patuh terhadap prinsip-prinsip syariah. Tata kelola yang efektif dalam lingkungan syariah tidak hanya berorientasi pada efisiensi ekonomi, tetapi juga pada kepatuhan operasional dan transparansi informasi yang mendukung kepercayaan investor [10], [29].

## **H2: Independensi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap keputusan investasi**

### **2.1.4. Dewan Perempuan dan Keputusan Investasi**

Isu Dewan Perempuan dan Keputusan Investasi pada konteks indeks saham menyoroti bagaimana proporsi atau kehadiran direktur perempuan mempengaruhi alokasi modal perusahaan yang tergabung dalam indeks seperti Kompas100 (KPI) atau LQ45. Variabel Dewan Perempuan didefinisikan sebagai proporsi direktur perempuan terhadap total anggota dewan (atau dummy jika ada perempuan di dewan) yang kerap digunakan dalam studi tata kelola perusahaan [5]. Bukti di Indonesia menunjukkan bahwa diversitas gender dewan mempengaruhi proses pengambilan keputusan pendanaan/investasi pada perusahaan indeks (Kompas100) dan terkait kinerja keuangan pada LQ45, meski efeknya bervariasi lintas studi [5], [6]. Secara internasional, penelitian di Korea menunjukkan bahwa dewan perempuan meningkatkan efisiensi investasi (mengurangi over-investment) dan respons terhadap peluang nilai, namun diperlukan lebih banyak penelitian untuk generalisasi [4]. Sisi risiko-manajemen juga relevan: keragaman gender terkait peningkatan manajemen risiko perusahaan, yang berdampak pada disiplin investasi [30]. Dalam konteks syariah, tata kelola yang inklusif gender tetap relevan untuk kualitas pengungkapan dan alokasi modal sesuai prinsip syariah, namun bukti spesifik mengenai hal ini masih terbatas [11], [12].

**H3: Keberagaman gender dewan komisaris berpengaruh terhadap keputusan investasi perusahaan yang tergabung dalam JII70.**

## **3. METODOLOGI PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal untuk menganalisis pengaruh karakteristik dewan komisaris terhadap keputusan investasi perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan dan laporan tata kelola perusahaan (CG Report) dari emiten non-keuangan yang terdaftar secara konsisten dalam JII70 selama periode 2020–2023. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 25 perusahaan, menghasilkan total 100 observasi data panel. Perusahaan sampel berasal dari berbagai sektor dan diwakili oleh kode ACES, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, BSDE, CPIN,

ICBP, INCO, INDF, INKP, INTP, ISAT, ITMG, KLBF, MDKA, MNCN, PGAS, PTBA, PWON, SMRA, TKIM, TLKM, UNTR, dan UNVR.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi yang diproksikan dengan rasio investasi terhadap total aset. Rasio investasi terhadap aset (*investment-to-asset ratio*) digunakan karena mampu menangkap intensitas alokasi modal jangka panjang perusahaan relatif terhadap skala aset, sehingga lebih komparabel antarperusahaan dengan ukuran yang berbeda. Proksi ini juga sensitif terhadap kebijakan alokasi modal yang dipengaruhi oleh mekanisme tata kelola perusahaan, khususnya efektivitas pengawasan dewan terhadap keputusan investasi. Dibandingkan proksi alternatif seperti total asset growth, rasio ini lebih langsung mencerminkan keputusan investasi aktual yang diambil manajemen dalam periode berjalan. Variabel independen terdiri dari keberagaman gender dewan, proporsi dewan independen, dan ukuran dewan komisaris. Definisi operasional dari masing-masing variabel disajikan dalam Tabel 1 berikut.

**Tabel 1. Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Definisi	Pengukuran	Sumber
<b>Investment Decision (INVEST)</b>	Intensitas investasi jangka panjang perusahaan	Total Investasi / Total Aset. 1	Laporan keuangan
<b>Board Gender Diversity (B_FEM)</b>	Proporsi perempuan dalam dewan komisaris	Jumlah Komisaris Perempuan / Total Komisaris	Annual Report
<b>Board Independence (B_IND)</b>	Kekuatan fungsi pengawasan dewan	Jumlah Komisaris Independen / Total Dewan	Annual Report
<b>Board Size (B_SIZE)</b>	Struktur ukuran dewan	Jumlah total anggota dewan	Annual Report

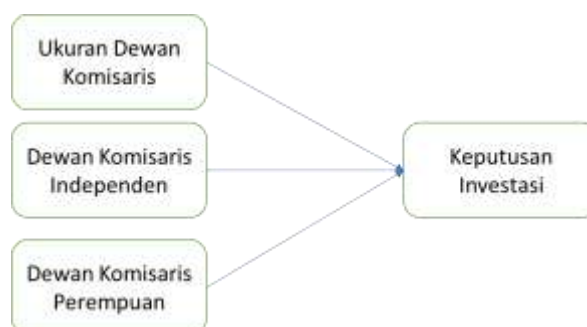
Sumber: Data diolah penulis

Penelitian ini menggunakan data panel sehingga memungkinkan analisis variasi antarperusahaan dan antarwaktu. Model regresi yang digunakan adalah Fixed Effect Model (FEM), yang dipilih berdasarkan hasil uji Chow dan uji Hausman. Kedua uji tersebut menunjukkan bahwa FEM lebih tepat dibandingkan pooled OLS dan Random Effect Model karena mampu menangkap perbedaan karakteristik individual perusahaan yang tidak berubah sepanjang periode pengamatan.

Sebelum estimasi dilakukan, model diuji melalui uji asumsi klasik yang meliputi korelasi dan multikolinearitas, heteroskedastisitas melalui Breusch–Pagan–Godfrey test, serta autokorelasi melalui Breusch–Godfrey LM test. Hasil pengujian menunjukkan bahwa model bebas dari multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi, sehingga layak digunakan untuk penarikan kesimpulan statistik. Model empiris penelitian dirumuskan sebagai berikut:

$$INVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 B\_FEM_{it} + \beta_2 B\_IND_{it} + \beta_3 B\_SIZE_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Model ini mengontrol efek tetap perusahaan ( $\mu_i$ ) yang menangkap karakteristik internal perusahaan yang tidak berubah dari waktu ke waktu. Dengan kerangka ini, penelitian berupaya menjelaskan variasi keputusan investasi berdasarkan perbedaan karakteristik dewan dalam perusahaan yang beroperasi pada konteks indeks syariah Indonesia.



Gambar 1. Kerangka Konseptual  
Sumber: Ide penulis

#### 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

##### 4.1 Statistik Deskriptif dan Uji Asumsi Klasik

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev
INVEST	0.0422	0.0285	0.0023	0.1843	0.0371
B_FEM	0.0948	0.0000	0.0000	0.3333	0.1173
B_IND	0.3874	0.3750	0.0000	0.8333	0.1345
B_SIZE	6.35	6	3	15	2.50

Sumber: Data diolah penulis

INVEST menunjukkan rata-rata 0.0422 dengan skewness positif yang kuat, menunjukkan adanya beberapa perusahaan yang melakukan investasi jauh lebih besar dibandingkan mayoritas sampel. B\_FEM memiliki median nol, mengindikasikan banyak perusahaan tidak memiliki komisaris perempuan. B\_IND rata-rata sebesar 38,7%, sesuai rekomendasi tata kelola di Indonesia. B\_SIZE cukup bervariasi dengan rentang 3–15 anggota.

heteroskedastisitas

Variabel	INVEST	B_FEM	B_IND	B_SIZE
INVEST	1.000	-0.133	-0.024	0.156
B_FEM	-0.133	1.000	0.160	0.166
B_IND	-0.024	0.160	1.000	0.057
B_SIZE	0.156	0.166	0.057	1.000

Sumber: Data diolah penulis

Tidak ada koefisien korelasi yang melebihi 0.20, sehingga hubungan antarvariabel lemah dan tidak berpotensi menimbulkan masalah multikolinearitas.

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

Variabel	Centered VIF
B_FEM	1.053
B_IND	1.027
B_SIZE	1.029

Sumber: Data diolah penulis

Semua VIF < 10, menunjukkan tidak terdapat multikolinearitas. Estimasi koefisien regresi dapat dianggap stabil dan dapat dipercaya.

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas

Variabel	p-value
B_FEM	0.3152
B_IND	0.9200
B_SIZE	0.7687

Sumber: Data diolah penulis

Nilai probabilitas pada uji BP-Godfrey > 0.05 sehingga model tidak mengandung heteroskedastisitas. Hasil regresi tambahan juga menunjukkan bahwa tidak satu pun variabel independen menjadi sumber heteroskedastisitas.

Tabel 6. Uji LM untuk Autokorelasi

Komponen	Statistik	Probabilitas
F-statistic	3.3859	0.0689
Obs*R-squared	3.4414	0.0636

Sumber: Data diolah penulis

P-value > 0.05 sehingga tidak terdapat autokorelasi pada tingkat signifikansi 5%. Residual model saling independen.

Tabel 7. Uji Pemilihan Model

Uji Pemilihan Model	p-value	Keputusan Statistik	Model Terpilih
Chow Test (Redundant Fixed Effects)	0.0030	Tolak $H_0$	Fixed Effect
Hausman Test	0.0477	Tolak $H_0$	Fixed Effect

Sumber: Data diolah penulis

Hasil uji Chow menunjukkan nilai statistik F sebesar 2.338355 dengan probabilitas 0.0030, serta statistik Chi-square sebesar 57.630521 dengan probabilitas 0.0001. Kedua nilai probabilitas tersebut berada di bawah tingkat signifikansi 5 persen, sehingga hipotesis nol yang menyatakan bahwa model pooled ordinary least squares lebih tepat dibandingkan Fixed Effect Model ditolak. Temuan ini mengindikasikan adanya perbedaan karakteristik individual antarperusahaan yang signifikan dan perlu dikontrol dalam model regresi.

Selanjutnya, uji Hausman menghasilkan nilai Chi-square sebesar 7.921539 dengan probabilitas 0.0477. Nilai ini juga lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 persen, sehingga hipotesis nol yang menyatakan bahwa Random Effect Model lebih efisien dibandingkan Fixed Effect Model ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa efek individual perusahaan berkorelasi dengan variabel independen dalam model, sehingga penggunaan Fixed Effect Model memberikan estimasi yang lebih konsisten dan tidak bias.

Tabel 8. Hasil Regresi FEM

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Stat	Prob
C	0.000812	0.000373	2.1745	0.0330
B_FEM	0.001980	0.003296	0.6008	0.5499
B_IND	0.000329	0.000152	2.1711	0.0332
B_SIZE	-0.000862	0.000382	-2.2574	0.0270

Sumber: Data diolah penulis

Hasil estimasi menggunakan Fixed Effect Model menunjukkan bahwa karakteristik dewan komisaris memiliki pengaruh yang berbeda terhadap keputusan investasi perusahaan non-keuangan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index 70 (JII70). Temuan ini mengindikasikan bahwa tidak seluruh mekanisme tata kelola memberikan dampak yang seragam terhadap intensitas investasi perusahaan.

Secara spesifik, independensi dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi, yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan proporsi komisaris independen yang lebih tinggi cenderung memiliki intensitas investasi yang lebih besar. Sebaliknya, ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif dan signifikan, yang mengindikasikan bahwa peningkatan jumlah anggota dewan berkaitan dengan penurunan intensitas investasi perusahaan.

Sementara itu, keberagaman gender dewan komisaris tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi perusahaan selama periode penelitian. Temuan ini menunjukkan bahwa keberadaan perempuan di dewan komisaris belum secara langsung tercermin dalam kebijakan investasi perusahaan JII70.

#### 4.2 Pembahasan

Dewan yang berukuran lebih besar cenderung mendorong kebijakan investasi yang lebih konservatif, sehingga intensitas investasi perusahaan menjadi lebih rendah. Pola ini berkaitan dengan meningkatnya biaya koordinasi dan kehati-hatian dalam proses pengambilan keputusan pada dewan berukuran besar, yang pada akhirnya berdampak pada penurunan rasio investasi terhadap aset [16]. Dalam konteks perusahaan yang tergabung dalam JII70, kehati-hatian tersebut dapat membatasi kemampuan perusahaan dalam merespons peluang investasi yang bernilai secara tepat waktu. Temuan serupa menunjukkan bahwa ukuran dewan yang lebih besar berkontribusi pada penurunan risiko perusahaan, yang secara implisit berkaitan dengan pengurangan *over-investment* dan penurunan II/TA [13]. Namun demikian, hasil yang berbeda juga ditemukan dalam konteks tertentu. Beberapa studi di Indonesia menunjukkan bahwa ukuran dewan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi perusahaan, mengindikasikan bahwa pengaruh ukuran dewan bersifat kontekstual dan dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan dan sektor industri [17]. Temuan penelitian ini memperkuat pandangan adanya *trade-off* antara peningkatan kapasitas pengawasan

dan meningkatnya biaya koordinasi dalam dewan berukuran besar. Secara keseluruhan, meskipun terdapat kecenderungan hubungan negatif antara ukuran dewan dan keputusan investasi, bukti empiris menunjukkan bahwa hubungan tersebut belum konsisten secara global [13], [16], [17]. Implikasinya, perusahaan JII70 perlu menjaga ukuran dewan pada tingkat yang efisien agar fungsi pengawasan tetap optimal tanpa mengorbankan kelincahan pengambilan keputusan investasi.

Sejumlah penelitian menunjukkan bahwa independensi dewan dapat berpengaruh positif terhadap keputusan investasi, terutama ketika perusahaan menghadapi peluang nilai yang tinggi. Independensi dewan memungkinkan pengawasan yang lebih objektif terhadap manajemen, sehingga alokasi investasi menjadi lebih responsif terhadap peluang pertumbuhan dan kondisi pasar [31]. Dalam konteks JII70, independensi dewan berperan penting dalam memastikan bahwa keputusan investasi tidak didorong oleh kepentingan manajerial jangka pendek, melainkan berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang yang sejalan dengan prinsip tata kelola dan kepatuhan syariah. Temuan lain menunjukkan bahwa pengawasan independen memperkuat hubungan antara investasi strategis, seperti investasi teknologi informasi, dan kinerja perusahaan, yang mengindikasikan bahwa independensi dewan meningkatkan efektivitas keputusan investasi pada sektor dengan peluang pendapatan tinggi [32]. Bukti tambahan menunjukkan bahwa independensi dewan juga berkontribusi pada peningkatan efisiensi investasi tenaga kerja sebagai salah satu bentuk alokasi modal jangka panjang yang lebih efektif [33]. Namun, literatur tidak sepenuhnya konsisten, karena beberapa penelitian menemukan hubungan negatif antara independensi dewan dan tingkat investasi perusahaan, yang menunjukkan bahwa konteks sektor, negara, dan lingkungan institusional sangat memengaruhi arah hubungan tersebut [34]. Hasil penelitian ini menegaskan bahwa dalam lingkungan pasar modal syariah seperti JII70, independensi dewan cenderung berfungsi sebagai mekanisme penguatan kualitas pengambilan keputusan investasi, bukan sebagai faktor penghambat investasi. Oleh karena itu, implikasi praktisnya adalah perlunya memperkuat peran komisaris independen dalam proses evaluasi dan persetujuan proyek investasi strategis perusahaan.

Beberapa penelitian di Indonesia menemukan bahwa keberadaan perempuan di dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi yang diukur dengan II/TA, sehingga diversitas gender belum dapat diidentifikasi sebagai faktor penentu langsung dalam kebijakan alokasi modal perusahaan [37]. Temuan ini diperkuat oleh studi yang menunjukkan bahwa proporsi direktur perempuan tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi berbasis aset, meskipun mekanisme keuangan lain, seperti kebijakan dividen, dapat terpengaruh dalam kondisi tertentu [21]. Namun, penelitian di konteks internasional memberikan hasil yang berbeda. Studi di Korea menunjukkan bahwa keberadaan perempuan di dewan dapat meningkatkan efisiensi investasi dengan mengurangi risiko *over-investment* maupun *under-investment*, terutama ketika perusahaan menghadapi peluang nilai yang jelas [4]. Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh keberagaman gender dewan terhadap keputusan investasi sangat bergantung pada konteks kelembagaan dan tingkat partisipasi substantif perempuan dalam proses pengambilan keputusan. Dalam konteks JII70, tidak signifikannya pengaruh keberagaman gender dewan dapat dipengaruhi oleh rendahnya variasi proporsi perempuan di dewan, sehingga perannya belum tercermin secara nyata dalam kebijakan investasi jangka panjang. Dengan demikian, literatur secara umum menunjukkan bahwa pengaruh keberagaman gender dewan terhadap keputusan investasi tidak bersifat universal, melainkan sangat dipengaruhi oleh konteks negara, sektor industri, ukuran dewan, dan proksi keputusan investasi yang digunakan dalam penelitian [4], [21], [37], [38]. Implikasinya, peningkatan representasi perempuan di dewan perlu diiringi dengan keterlibatan yang lebih substansial dalam proses pengambilan keputusan strategis agar dapat memengaruhi kebijakan investasi perusahaan.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini mengkaji bagaimana karakteristik dewan komisaris memengaruhi keputusan investasi perusahaan non-keuangan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index 70 (JII70) selama periode 2020–2023. Dengan menggunakan pendekatan regresi data panel, penelitian ini memberikan gambaran empiris mengenai peran mekanisme tata kelola perusahaan dalam membentuk intensitas alokasi modal jangka panjang pada perusahaan berbasis syariah.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola yang berorientasi pada pengawasan dan efisiensi struktural memiliki peran yang lebih menentukan dalam keputusan investasi perusahaan JII70. Independensi dewan komisaris terbukti berperan dalam mendorong intensitas investasi, yang mengindikasikan bahwa fungsi monitoring yang kuat mampu meningkatkan kualitas keputusan alokasi

modal. Sebaliknya, ukuran dewan yang relatif besar cenderung berkaitan dengan menurunnya intensitas investasi, yang mencerminkan adanya keterbatasan efisiensi dalam proses pengambilan keputusan strategis. Sementara itu, keberagaman gender dewan komisaris belum menunjukkan peran yang signifikan dalam memengaruhi keputusan investasi selama periode pengamatan.

Dari perspektif teoretis, penelitian ini memperkuat argumen bahwa keputusan investasi pada perusahaan syariah lebih sensitif terhadap efektivitas mekanisme monitoring dan efisiensi struktur dewan dibandingkan dengan karakteristik demografis dewan. Dengan demikian, studi ini memperluas literatur tata kelola perusahaan dengan menghadirkan bukti empiris pada konteks indeks saham syariah Indonesia (JII70), yang selama ini relatif kurang mendapat perhatian dalam kajian hubungan antara tata kelola dan keputusan investasi.

Secara praktis, temuan penelitian ini mengimplikasikan bahwa perusahaan yang tergabung dalam JII70 perlu memberikan perhatian lebih pada kualitas peran komisaris independen serta menjaga struktur ukuran dewan yang efisien, agar proses evaluasi dan realisasi investasi dapat berjalan secara optimal. Bagi investor, karakteristik tata kelola tersebut dapat dimanfaatkan sebagai indikator tambahan dalam menilai kebijakan investasi dan prospek pertumbuhan perusahaan syariah.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengkaji dimensi tata kelola lain yang relevan dalam konteks syariah, seperti peran dewan pengawas syariah, kualitas pengungkapan, atau dinamika industri, serta menggunakan periode observasi yang lebih panjang guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai determinan keputusan investasi pada pasar modal syariah.

#### DAFTAR PUSTAKA

- [1] M. N. Rumaidia dan A. F. Rahman, "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi Oleh Kinerja Keuangan (Studi Pada Perusahaan Di Jakarta Islamic Index 70 Periode 2018-2021)," *Ekonomis Journal of Economics and Business*, 2023, doi: 10.33087/ekonomis.v7i2.1163.
- [2] N. Kasanah dan F. Amir, "Analisis Variabel Fundamental Terhadap Pergerakan Harga Saham Di JII Pada Periode 2017-2023," *Jurnal Riset Ekonomi Syariah*, 2024, doi: 10.29313/jres.v4i2.5436.
- [3] A. N. Hakim, M. A. Ibrahim, dan I. Y. Silviany, "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Harga Saham Bank Syariah Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia," *Bandung Conference Series Syariah Banking*, 2024, doi: 10.29313/bcssb.v3i2.14391.
- [4] Y. Z. Shin, J. Chang, K. Jeon, dan H. Kim, "Female Directors on the Board and Investment Efficiency: Evidence From Korea," *Asian Business & Management*, 2019, doi: 10.1057/s41291-019-00066-2.
- [5] E. Ellyanti dan I. R. Setyawan, "Peran Diversitas Gender Terhadap Pengambilan Keputusan Pendanaan Pada Perusahaan Indeks Kompas 100," *Jurnal Manajerial Dan Kewirausahaan*, 2019, doi: 10.24912/jmk.v1i3.5352.
- [6] S. P. Dapingga dan R. Romli, "Pengaruh Keberagaman Gender Dewan Komisaris Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Indeks LQ45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia," *Portofolio Jurnal Ekonomi Bisnis Manajemen Dan Akuntansi*, 2024, doi: 10.26874/portofolio.v21i1.449.
- [7] M. A. Bahri, "MENGUNAKAN MD&A UNTUK MENINGKATKAN PERKIRAAN PENDAPATAN DAN REAKSI INVESTOR (STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN GO PUBLIC DI INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA)," *Jurnal Ekonomi Syariah Akuntansi Dan Perbankan (Jeskape)*, 2020, doi: 10.52490/jeskape.v4i2.688.
- [8] I. Qizam, "Developing a Framework of Improved Decision Usefulness in Financial Information," *E-Jurnal Akuntansi*, 2021, doi: 10.24843/eja.2021.v31.i05.p12.
- [9] D. P. Frederick, "A Descriptive Analysis on Effect of Corporate Governance on Investor's Decision," *International Journal of Management Technology and Social Sciences*, 2022, doi: 10.47992/ijmts.2581.6012.0173.
- [10] W. Utami, L. Oktris, R. Rini, dan N. W. Yulianti, "Corporate Governance Practices and Disclosure of Risk Management Sharia Bank in Asean," *Al-Iqtishad Journal of Islamic Economics*, 2021, doi: 10.15408/aiq.v13i1.19712.

- [11] R. S. Najah dan D. Andraeny, "Does Shariah Supervisory Board Matter in Explaining Islamic Social Reporting by Indonesian Islamic Commercial Banks?," *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 2023, doi: 10.20473/vol10iss2023pp235-248.
- [12] M. Fajdy dan M. Mai, "The Effect of Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Size as Moderating in Jakarta Islamic Index," 2022, doi: 10.4108/eai.27-7-2021.2316922.
- [13] S. Mathew, S. Ibrahim, dan S. Archbold, "Boards Attributes That Increase Firm Risk – Evidence From the UK," *Corporate Governance*, 2016, doi: 10.1108/cg-09-2015-0122.
- [14] F. Rossi, C. Hu, dan M. Foley, "Women in the Boardroom and Corporate Decisions of Italian Listed Companies," *Management Decision*, 2017, doi: 10.1108/md-01-2017-0029.
- [15] N. I. Mirza, Q. A. Malik, dan C. K. Mahmood, "The Value of Board Diversity in the Relationship of Corporate Governance and Investment Decisions of Pakistani Firms," *Journal of Open Innovation Technology Market and Complexity*, 2020, doi: 10.3390/joitmc6040146.
- [16] A. Upadhyay, "Board Size, Firm Risk, and Equity Discount," *Journal of Risk & Insurance*, 2014, doi: 10.1111/jori.12033.
- [17] M. G. Berek dan E. Pakaryaningsih, "Pengaruh Corporate Governance Terhadap Keputusan Investasi," *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis*, 2009, doi: 10.21460/jrmb.2009.41.209.
- [18] C. J. Huang, T. Liao, dan Y. Chang, "Over-Investment, the Marginal Value of Cash Holdings and Corporate Governance," *Studies in Economics and Finance*, 2015, doi: 10.1108/sef-07-2013-0101.
- [19] Y. Chen dan C. E. Vann, "Clawback Provision Adoption, Corporate Governance, and Investment Decisions," *Journal of Business Finance & Accounting*, 2017, doi: 10.1111/jbfa.12259.
- [20] S. Suherman, B. Usman, T. F. Mahfirah, dan R. Vesta, "Do Female Executives and CEO Tenure Matter for Corporate Cash Holdings? Insight From a Southeast Asian Country," *Corporate Governance*, 2021, doi: 10.1108/cg-07-2020-0290.
- [21] S. Serly dan M. Susanti, "Pengaruh Atribut Tata Kelola Dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Di BEL," *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 2021, doi: 10.21067/jem.v17i3.5872.
- [22] A. B. Kharisma dan F. Indriyani, "The Role of Good Corporate Governance in the Relationship Between Investment and Funding Activities on the Value of Sharia Shares," *Indonesian Journal of Islamic Economics Research*, 2022, doi: 10.18326/ijier.v4i1.7306.
- [23] A. Muwafiq, D. E. Purnomo, U. Usamah, dan F. A. Rachmani, "Pengaruh Good Corporate Governance, Company Size, Capital Structure Dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Lq45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019 – 2022," *Neraca*, 2023, doi: 10.48144/neraca.v19i2.1686.
- [24] E. G. Anugerah, F. I. Maulidyana, dan N. A. Ardiyanti Putri, "Pengungkapan Informasi Dana Corporate Social Responsibility Dan Reaksi Investor: Studi Empiris Pada Index Lq45," *Jurnal Akuntansi Universitas Jember*, 2023, doi: 10.19184/jauj.v21i1.39412.
- [25] A. A. Setiari, S. Sulisty, dan R. I. Mustikowati, "Pengaruh Mekanisme Tata Kelola Perusahaan Yang Baik, Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan, Dan Pengembalian Atas Penggunaan Asset Terhadap Nilai Perusahaan," *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 2020, doi: 10.21067/jrma.v6i1.4214.
- [26] M. H. Harijanto dan J. Widiatmoko, "Pengaruh Good Corporate Governance Dan Gender Diversity Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2018 - 2021," *Bilancia Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 2023, doi: 10.35145/bilancia.v7i1.2870.
- [27] A. S. Nathaniel dan S. B. Butar, "Determinan Efisiensi Investasi Perusahaan Publik Di Indonesia," *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 2019, doi: 10.24167/jab.v17i2.2341.
- [28] L. F. Putri, F. Fuadi, N. Sinatria, dan A. Mulyono, "The Effect of Corporate Governance on Financial Performance," *Peradaban J Econ Bus*, 2025, doi: 10.59001/pjeb.v4i2.528.
- [29] J. I. Nadiyah dan D. Filianti, "Hubungan Kualitas Audit, Komite Audit, Dan Dewan Pengawas Syariah Terhadap Kinerja Bank Umum Syariah Di Indonesia," *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 2022, doi: 10.20473/vol9iss20225pp731-746.
- [30] G. N. Ahmad, K. D. Arfiando Sebayang, D. Iranto, V. Brahmantyo, dan L. S. Rahayu, "Gender Diversity and Enterprise Risk Management: An Insight of a Firm in the Emerging Market," *Risk Governance and Control Financial Markets & Institutions*, 2024, doi: 10.22495/rgecv14i4p2.
- [31] Q. T. Trần, "Independent Directors and Corporate Investment: Evidence From an Emerging Market," *Journal of Economics and Development*, 2019, doi: 10.1108/jed-06-2019-0008.

- [32] J. L. Y. Ho, A. Wu, dan S. X. Xu, "Corporate Governance and Returns on Information Technology Investment: Evidence From an Emerging Market," *Strategic Management Journal*, 2010, doi: 10.1002/smj.886.
- [33] A. Al-Hiyari, M. C. Kolsi, A. Lutfi, dan M. Alrawad, "Board of Director Characteristics and Corporate Labour Investment Efficiency: Empirical Evidence From European-Listed Firms," *Corporate Governance*, 2024, doi: 10.1108/cg-09-2023-0394.
- [34] B. K. Agyei-Mensah, "The Impact of Board Characteristics on Corporate Investment Decisions: An Empirical Study," *Corporate Governance the International Journal of Business in Society*, 2021, doi: 10.1108/cg-04-2020-0125.
- [35] M. Haris, H. Yao, G. Tariq, H. M. Javaid, dan Q. U. Ain, "Corporate Governance, Political Connections, and Bank Performance," *International Journal of Financial Studies*, 2019, doi: 10.3390/ijfs7040062.
- [36] J. Christensen, P. Kent, dan J. Stewart, "Corporate Governance and Company Performance in Australia," *Australian Accounting Review*, 2010, doi: 10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x.
- [37] S. Suherman, "Apakah Diversitas Gender Memengaruhi Struktur Modal? Bukti Empiris Di Indonesia," *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 2017, doi: 10.26905/jkdp.v21i2.636.
- [38] S. Terjesen, R. Sealy, dan V. Singh, "Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda," *Corporate Governance an International Review*, 2009, doi: 10.1111/j.1467-8683.2009.00742.x.