



Website:

ejournal.umm.ac.id/index.php/jrak

***Correspondence:**

Sandykuswara90@gmail.com

DOI: 10.22219/jrak.v12i2.20265

Citation:

Kuswara, S., Sari, D. (2022).
Penghindaran Pajak Dan Efisiensi
Investasi:
Sertifikasi Cfo Sebagai Pemoderasi.
*Jurnal Reviu Akuntansi Dan
Keuangan*, 12(2), 360-377.

Article Process

Submitted:

February 19, 2022

Reviewed:

August 19, 2022

Revised:

August 31, 2022

Accepted:

August 31, 2022

Published:

August 31, 2022

Office:

Department of Accounting
University of
Muhammadiyah Malang
GKB 2 Floor 3.
Jalan Raya Tlogomas 246,
Malang, East Java,
Indonesia

P-ISSN: 2615-2223

E-ISSN: 2088-0685

Article Type: Research Paper

PENGHINDARAN PAJAK DAN EFISIENSI INVESTASI: SERTIFIKASI CFO SEBAGAI PEMODERASI

Sandy Kuswara^{*1}, Dahlia Sari²

Affiliation:

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia,
Depok, Indonesia

ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi pada perusahaan di Indonesia dan untuk melihat peran dari sertifikasi yang dimiliki oleh Chief Financial Officer (CFO) dalam memanfaatkan arus kas bebas (free cash flow) yang berasal dari penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sampel tahun 2016-2019 dengan menggunakan analisis regresi data panel. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 604 data observasi yang terdiri dari 151 perusahaan dari berbagai sektor industri di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian yang di dapatkan adalah penghindaran pajak terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap efisiensi investasi dan Chief Financial Officer (CFO) bersertifikat terbukti mampu memperlemah efek negatif pengaruh penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi perusahaan. Implikasi dari penelitian ini adalah untuk memberikan bukti bagi perusahaan untuk mempertimbangkan kembali penggunaan arus kas bebas (free cash flow) dari penghindaran pajak dalam kegiatan investasi dan penelitian ini membuktikan bahwa CFO bersertifikat sangat dibutuhkan oleh perusahaan untuk mendorong kegiatan investasi ke arah yang lebih efisien.

KEYWORDS: Akuntansi Keuangan; Penghindaran Pajak; Tata Kelola Perusahaan.

INTRODUCTION
361

Indonesia saat ini menghadapi masalah dalam hal penerimaan negara yang berasal dari pajak. Menurut data dari Kementerian Keuangan Republik Indonesia yang telah dimuat dalam MediaIndonesia.com edisi Kamis, 10 Juni 2021, rasio penerimaan pajak di Indonesia pertahun sangat rendah, yaitu pada tahun 2016 berada diangka 10.37%, tahun 2017 diangka 9.89%, tahun 2018 diangka 10.24%, tahun 2019 diangka 9.76%, dan tahun 2020 8.33%. Media tersebut juga menyoroti rasio penerimaan pajak yang dimiliki Indonesia tergolong rendah di banding negara-negara berkembang lainnya, karena menurut data *The Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) negara berkembang lainnya memiliki rasio perpajakan mencapai 17%, sedangkan untuk negara OECD sebesar 34%. Dalam Kontan.co.id edisi 19 November 2020, Sri Mulyani sebagai Menteri Keuangan menjelaskan perlu adanya suatu reformasi dalam perpajakan supaya menurunkan tingkat penghindaran pajak, dan membuat investasi di Indonesia menjadi lebih efisien karena *incremental output ratio* (ICOR) masih berada di level 6 hal ini menunjukkan arus efisien investasi di Indonesia dalam satu kali output, dibutuhkan setidaknya enam kali modal. Hal tersebut lebih tinggi dibanding Vietnam (4.6), Thailand (4.4), Malaysia (4.5), dan Filipina (3.7). Oleh karena hal tersebut, peneliti tertarik melakukan penelitian ini karena adanya keinginan kuat dari pemerintah dalam melakukan reformasi perpajakan untuk mewujudkan kondisi investasi yang efisien di Indonesia.

Kegiatan investasi sangat penting bagi perusahaan karena perusahaan dapat mengelola dana yang tidak terpakai menjadi lebih produktif. Selain itu, perusahaan dapat menentukan produktivitas marjinal dan dampak dari kegiatan investasi tersebut terhadap pertumbuhan perusahaan (Dabla-Norris et al., 2012). Namun demikian, kegiatan investasi tidak hanya dinilai berdasarkan jumlah biaya yang dikeluarkan tetapi juga berdasarkan tingkat efisiensi kegiatan investasi tersebut. Efisiensi investasi dapat diartikan sebagai kemampuan manajer dalam memilih proyek yang memiliki *net present value* (NPV) positif (Biddle et al., 2009). Tujuannya untuk menjaga stabilitas keuangan perusahaan. Banyak perusahaan beranggapan penghindaran pajak akan membuat lebih efisien dalam berinvestasi karena dana yang seharusnya digunakan untuk membayar pajak dapat dialihkan untuk membiayai investasi lain yang lebih menguntungkan (Koester et al., 2017, Khurana et al., 2018). Keadaan ini menunjukkan perusahaan cenderung melakukan penghindaran pajak untuk memastikan arus kas bebas (*free cash flow*) tetap terjaga, sehingga memudahkan dalam menentukan investasi yang cocok bagi perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian dari Dewi & Putri (2021) yang menjelaskan adanya pengaruh positif arus kas bebas perusahaan terhadap penghindaran pajak.

Penelitian sebelumnya menunjukkan ketika perusahaan melakukan penghindaran pajak, efisiensi investasi akan meningkat karena perusahaan dapat mengolah dana lebih optimal (Hong et al., 2019). Penelitian lain menunjukkan adanya pengaruh positif penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi karena perusahaan yang memiliki arus kas bebas lebih tinggi lebih leluasa dalam menentukan investasi yang tepat bagi perusahaan (Comprix et al., 2016). Penelitian lain tentang pengaruh penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi memiliki hasil sebaliknya. Studi di China menunjukkan penghindaran pajak berdampak negatif terhadap efisiensi investasi karena penghindaran pajak membuka celah bagi manajer untuk melakukan moral hazard (Zheng, 2019). Hal tersebut karena manajer lebih tertarik untuk memanfaatkan arus kas bebas untuk keuntungan mereka, sehingga mereka mengeluarkan biaya investasi yang tidak dibutuhkan perusahaan. Penelitian lain di Amerika Serikat menunjukkan penggunaan arus kas bebas dari penghindaran pajak membuat manajer cenderung mengambil investasi yang tidak dibutuhkan perusahaan sehingga

mengurangi efisiensi investasi perusahaan (Asiri et al., 2020). Adapun penelitian sebelumnya dilakukan di Indonesia menunjukkan pengaruh negatif penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi (Firmansyah & Triastie, 2020). Karena perbedaan hasil penelitian tersebut, maka perlu dilakukan penelitian lebih lanjut dengan memasukkan faktor-faktor lain yang dapat menyebabkan perbedaan hasil (Wang et al., 2019, Deef et al., 2021).

Salah satu aspek yang berperan penting dalam efisiensi investasi adalah tata kelola perusahaan. Dengan tata kelola perusahaan yang baik, perusahaan akan lebih mudah menentukan arah kebijakan investasinya (Shahid & Abbas, 2019). Namun, penelitian yang ada masih fokus mengkaji peran *Chief Executive Officer* (CEO) terhadap efisiensi investasi perusahaan dan tidak membahas kompetensinya (Bzeouich et al., 2019). Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya karena fokus untuk mengetahui peran seorang *Chief Financial Officer* (CFO) bersertifikat. CFO bersertifikat memiliki peran penting bagi perusahaan karena dapat membuat perusahaan lebih efisien dalam melakukan investasi (Habib & Hossain, 2013). Hal ini dikarenakan di dalam tata kelola perusahaan, peran CFO penting dalam mengendalikan akuntansi perusahaan dan dapat mengkoordinasikan sumberdaya keuangan perusahaan untuk investasi (Hualun & Tao, 2006). Pentingnya CFO yang berkualitas juga telah dimuat dalam peraturan *Sarbanes-Oxley* (SOX) 2002 untuk mewujudkan tata kelola perusahaan yang baik, karena CFO dapat memberikan masukan kepada CEO dalam menentukan kebijakan keuangan perusahaan (Sun et al., 2015). Walaupun tata kelola perusahaan secara keseluruhan tidak hanya dapat di wakili oleh CFO, namun untuk pengawasan dan pengelolaan keuangan perusahaan CFO berperan di dalamnya.

Penelitian ini bertujuan untuk mengisi celah dari penelitian yang ada sebelumnya. Kesenjangan penelitian tersebut kebanyakan penelitian sebelumnya dilakukan di negara maju, Amerika dan Cina (Zheng, 2019, Asiri et al., 2020) masih sedikit penelitian di negara berkembang. Adapun penelitian sebelumnya di Indonesia dilakukan pada satu industri saja yaitu manufaktur (Firmansyah & Triastie, 2020), sehingga kontribusi penelitian ini adalah untuk mengkaji seluruh industri yang ada di Indonesia. Selanjutnya, penelitian sebelumnya hanya berfokus pada kinerja CEO (Bzeouich et al., 2019, Harymawan et al., 2020). Penelitian ini berbeda karena berfokus pada CFO bersertifikat.

Teori arus kas bebas dari Jensen & Meckling (1976) menjelaskan penggunaan arus kas bebas dalam perusahaan ditujukan untuk pemilik perusahaan agar perusahaan efisien dan memaksimalkan nilai bagi pemegang saham. Kondisi ini menunjukkan dana perusahaan yang tidak terpakai lebih baik digunakan untuk kesejahteraan pemilik perusahaan. Namun pada kenyataannya manajer perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dana yang tidak terpakai tersebut untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara melakukan investasi sehingga kedepannya perusahaan akan diuntungkan karena manajer mendapatkan insentif yang lebih banyak. Penelitian ini menunjukkan masalah keagenan manajer dan pemegang saham, yang disebut sebagai masalah arus kas bebas.

Penggunaan teori ini merupakan turunan dari teori agensi yang juga terdapat di dalam penjelasan Jensen & Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa agen di tunjuk oleh *principal* untuk memberikan keuntungan sebesar-besarnya untuk mereka. Walaupun tugas agen adalah mengelola perusahaan untuk memberikan keuntungan kepada *principal*, namun pada kenyataannya pihak manajer menganggap perusahaan yang mereka kelola tersebut adalah milik mereka, dan mereka terdorong untuk memakmurkan diri mereka sendiri dan tidak melakukan tindakan yang dapat menguntungkan bagi pemegang saham. Oleh karena itu, dengan manajemen merasa dirinya memiliki perusahaan tersebut, maka muncul masalah

keagenan (*agency problem*) antara pihak agen dengan *principal* (Shapiro, 2005). Salah satu bentuknya adalah menyalakan arus kas bebas untuk membiayai proyek-proyek yang tidak menguntungkan, menciptakan lebih sedikit kekayaan (nilai) bagi pemangku kepentingan daripada memberikan kelebihan uang tunai sebagai dividen (Harbula, 2000). Oleh karena hal tersebut muncul teori arus kas bebas akibat perbedaan keinginan dari agen dan *principal* dalam memanfaatkan arus kas bebas.

Salah satu cara perusahaan untuk meningkatkan arus kas bebas adalah dengan melakukan penghindaran pajak (Desai & Dharmapala, 2009, Khurana et al., 2018). Penghindaran pajak adalah cara untuk mengurangi pembayaran pajak dengan cara yang legal, misalnya dengan memanfaatkan celah pajak (Kirchler et al., 2003). Dari penjelasan tersebut, penghindaran pajak dapat diartikan sebagai upaya yang dilakukan oleh perusahaan untuk mengurangi biaya pajaknya dengan memanfaatkan celah hukum yang berlaku. Hasil tambahan dana yang dimiliki perusahaan dapat bermanfaat untuk kegiatan pembiayaan di dalam perusahaan, salah satunya adalah melakukan kegiatan investasi (Choi et al., 2018). Oleh karena itu, penelitian ini berupaya menguji teori arus kas bebas yang telah disebutkan sebelumnya, karena penghindaran pajak merupakan suatu cara yang dilakukan perusahaan untuk meningkatkan arus kas bebas.

Pentingnya efisiensi dalam kegiatan investasi memungkinkan manajer untuk mengetahui besarnya pengeluaran investasi sudah sesuai atau tidak, sehingga manajer harus terlebih dahulu mempertimbangkan apakah investasi tersebut penting untuk dilakukan. Perusahaan menginginkan investasi yang menguntungkan, misalnya dengan selalu berusaha mencari investasi yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif, namun karena keterbatasan kemampuan manajer maka perhitungan yang telah dilakukan mungkin tidak sesuai dengan yang diharapkan (Benlemlih & Bitar, 2016). Kondisi ini menyebabkan biaya perusahaan lebih besar atau lebih kecil dari pendapatan yang diterimanya dari kegiatan investasinya.

Seperti dijelaskan sebelumnya, tantangan bagi manajer adalah memastikan perusahaan membelanjakan jumlah yang sama dengan nilai optimal. Oleh karena itu dalam efisiensi investasi terdapat istilah yang disebut *overinvestment* atau *underinvestment*. *Overinvestment* adalah perilaku investasi manajerial yang mengambil proyek NPV negatif, dan masalah ini biasanya dominan pada perusahaan dewasa dengan peluang pertumbuhan terbatas dan arus kas tinggi. Sedangkan *underinvestment* adalah perilaku investasi manajer yang mengambil proyek dengan NPV positif, yang jika proyek tersebut diterima akan menguntungkan perusahaan namun perusahaan tidak memiliki kas yang cukup (Farooq et al., 2015). Dari penjelasan tersebut, perusahaan yang mengalami kondisi *overinvestment* dan *underinvestment* memiliki kesamaan yaitu masalah efisiensi investasi.

Penelitian sebelumnya menjelaskan arus kas bebas yang diperoleh dari aktivitas penghindaran pajak dapat membuat perusahaan cenderung mengalokasikan dana tersebut untuk investasi yang tidak diperlukan (Zheng, 2019). Kondisi ini menyebabkan perusahaan tidak efisien dalam berinvestasi. Penelitian lain menunjukkan manajer cenderung melakukan *moral hazard* di perusahaan untuk mendapatkan dana tambahan dari penghindaran pajak. Manajer melakukan ini dengan mengalokasikan dana untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang menguntungkan perusahaan, meskipun investasi tersebut tidak diperlukan oleh perusahaan (Firmansyah & Triastie, 2020). Penelitian lain juga menjelaskan penghindaran pajak memiliki hubungan negatif dengan efisiensi investasi. Hal tersebut diperoleh karena walaupun perusahaan memiliki *free cash flow* yang lebih tinggi, namun pemanfaatan dana tersebut untuk investasi terbilang boros (Asiri et al., 2020). Dari beberapa hasil penelitian sebelumnya, penghindaran pajak dapat meningkatkan *free cash flow* di dalam perusahaan,

namun berdasarkan teori arus kas bebas pemanfaatan arus kas bebas tersebut tidak diperuntukan untuk mensejahterakan pemilik modal, namun digunakan untuk meningkatkan investasi perusahaan yang tidak diperlukan perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang dibentuk adalah:

H1: Penghindaran pajak berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi.

Seorang CFO harus mengetahui dan mencari solusi yang tepat jika terjadi masalah keuangan perusahaan. Oleh karena itu, seorang CFO harus memiliki kompetensi dan pengalaman profesional yang ditunjukkan dengan sertifikasi profesi. CFO membutuhkan lebih banyak pengetahuan dan pemahaman untuk menganalisis keuangan perusahaan untuk menghasilkan keputusan yang tepat. Salah satu keputusan tersebut berupa rekomendasi investasi perusahaan. Keputusan ini sangat penting agar perusahaan dapat efisien dalam melakukan investasi.

Memiliki sertifikasi keahlian menunjukkan seseorang profesional di bidangnya (Marden et al., 2003). Situasi ini berlaku untuk CFO untuk mengelola dana perusahaan dan fokus pada pemegang saham. Oleh karena itu, sertifikasi yang dimiliki oleh CFO akan membuat perusahaan lebih efisien dalam berinvestasi. Situasi ini juga berlaku untuk penggunaan dana dari penghindaran pajak. Penelitian lain yang menggunakan studi literatur, menunjukkan CFO yang memiliki sertifikasi keuangan dapat membuat laporan keuangan yang berkualitas, mendorong keputusan investasi yang efisien (Habib & Hossain, 2013). Penelitian lain juga menunjukkan hasil positif antara sertifikasi CFO dan efisiensi investasi perusahaan. Penelitian ini menunjukkan sertifikasi diperlukan bagi CFO perusahaan untuk meningkatkan efisiensi investasi dengan memangkas biaya yang tidak perlu (Harymawan et al., 2020). Oleh karena itu, CFO perlu memiliki sertifikasi profesi sehingga diharapkan dapat mengarahkan kas untuk dialokasikan pada jenis investasi yang tepat bagi perusahaan karena memiliki keahlian untuk memproyeksikan keuntungan perusahaan di masa depan.

Menurut teori arus kas bebas, CFO yang memiliki sertifikasi menunjukkan mereka memiliki pengetahuan dan profesionalisme yang lebih banyak daripada yang tidak memiliki sertifikasi, sehingga CFO lebih memahami tugasnya, yaitu dengan memperhatikan kesejahteraan karyawan, pemegang saham dan lebih berhati-hati dalam memberikan rekomendasi kepada CEO untuk berinvestasi. Berdasarkan penelitian sebelumnya, hipotesis yang terbentuk adalah:

H2: Sertifikasi CFO memperlemah efek negatif dari penghindaran pajak pada efisiensi investasi

METHOD

Sampel penelitian ini menggunakan sampel awal sebanyak 672 perusahaan sebelum dikurangi kriteria purposive sampling. Data tersebut adalah jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) per 31 Desember 2019. Penggunaan sampel penelitian yang besar diharapkan dapat menjelaskan efisiensi investasi pada perusahaan publik di Indonesia. Periode penelitian dimulai tahun 2016 karena pada tahun tersebut terdapat isu pengampunan pajak (*Tax Amnesty*), namun pengampunan tersebut berlaku untuk masa pajak tahun 2015 dan sebelumnya, kemudian untuk tahun akhir 2019 karena

pada tahun 2020 Indonesia sudah mulai terdampak pandemi COVID-19 yang mengganggu perekonomian Indonesia.

Selanjutnya dengan menggunakan purposive sampling, peneliti menentukan beberapa kriteria perusahaan yang akan digunakan. Hal ini peneliti lakukan karena berkaitan dengan variabel yang digunakan dan dapat menjelaskan secara akurat fenomena penghindaran pajak dengan efisiensi investasi. Oleh karena itu, dalam penelitian ini kriteria perusahaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

- A. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang bukan berasal dari sektor keuangan, konstruksi, real estate, dan utilitas.
- B. Perusahaan yang melakukan IPO di BEI sebelum tahun 2016
- C. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan untuk periode 2016 sampai dengan 2019.
- D. Perusahaan yang tidak mencatat rugi sebelum pajak dalam laporan keuangan tahunan 2016-2019
- E. Sektor perusahaan yang memiliki sedikitnya 10 perusahaan sebagai dasar perhitungan efisiensi investasi

Jumlah perusahaan setelah purposive sampling adalah 151 perusahaan, sehingga dengan jangka waktu penelitian 4 tahun, jumlah observasi adalah 604 data observasi. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang menggunakan data panel dengan menggabungkan data *time-series* dan *cross-section*. Tujuan penggunaan data panel adalah untuk melakukan penelitian ini secara sistematis dan menangkap fenomena yang terjadi secara lebih akurat berdasarkan data numerik yang ada. Oleh karena itu, dengan menggunakan metode kuantitatif, dapat mengukur fenomena yang ada.

Deskripsi	Jumlah
A. Sampel berdasarkan jumlah perusahaan	
Perusahaan listing BEI sampai 2019	672
Dikurangi perusahaan yang:	
1. Laba sebelum pajak rugi (2016-2019)	(380)
2. Sektor industri keuangan, real estate, utilities dan konstruksi	(103)
3. Perusahaan IPO setelah 2016	(26)
4. Perusahaan tidak terdapat data lengkap	(12)
Total Sampel	151
B. Sampel berdasarkan sektor industri	
1. <i>Communication Services</i>	11
2. <i>Consumer Discretionary</i>	26
3. <i>Consumer Staples</i>	34
4. <i>Energy</i>	19
5. <i>Health Care</i>	10
6. <i>Industrials</i>	23
7. <i>Materials</i>	28
Total Sampel	151
Tahun Penelitian	4
Total sampel yang akan di uji	604

Tabel 1.
Kriteria
Sampel

Tabel 1 menunjukkan penelitian ini mencakup perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode 2016 sampai 2019 dengan mengecualikan perusahaan yang bergerak dalam industri keuangan, konstruksi, serta *real estate* karena

memiliki peraturan perpajakan yang khusus, dan tidak menyertakan perusahaan dalam sektor industri *utilities*. Penelitian ini juga mengecualikan perusahaan yang memiliki kerugian pada pendapatan sebelum pajak dalam periode 2016 sampai 2019, hal ini berkaitan dengan pengukuran peneliti yang menggunakan *Cash ETR* dalam mengukur besarnya penghindaran pajak. Kemudian penelitian ini juga tidak menyertakan perusahaan yang melakukan pencatatan di Bursa Efek Indonesia setelah tahun 2016. Selanjutnya, penelitian ini juga tidak menyertakan perusahaan yang tidak lengkap dalam mengungkapkan data yang diperlukan dalam penelitian ini. Kemudian perusahaan-perusahaan tersebut dikelompokkan berdasarkan sektor industrinya.

Untuk sampel final yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang di dalam sektor industrinya minimal terdapat 10 perusahaan, hal ini sesuai dengan penelitian Chen et al. (2011) mensyaratkan dalam mengukur efisiensi investasi dapat dilakukan dengan minimal terdapat 10 perusahaan berada dalam sektor industri yang sama, sehingga perusahaan yang tidak memiliki minimal 10 perusahaan akan dikeluarkan dari sampel penelitian

Sektor Industri	Perusahaan terdaftar di BEI	Dikurangi perusahaan yang				Dikurangi		Total
		Laba Negatif	Industri bukan sampel	IPO setelah 2016	Data tidak Lengkap	Total perusahaan	Sektor industri kurang dari 10 perusahaan	
<i>Communication Services</i>	37	24	0	2	0	11	0	11
<i>Consumer Discretionary Consumer</i>	95	63	0	2	4	26	0	26
<i>Staples</i>	79	37	0	7	1	34	0	34
<i>Energy</i>	52	33	0	0	0	19	0	19
<i>Health Care</i>	20	6	0	3	1	10	0	10
<i>Industrials</i>	111	71	11	4	2	23	0	23
<i>Materials</i>	77	38	0	7	4	28	0	28
<i>Financials</i>	100	44	56	0	0	0	0	0
<i>Information Technology</i>	24	14	0	1	0	9	9	0
<i>Real Estate</i>	71	47	24	0	0	0	0	0
<i>Utilities</i>	6	3	3	0	0	0	0	0
Jumlah	672	380	94	26	12	160	9	151

Tabel 2.
Rincian
Sampel
Perusahaan

Untuk rincian perusahaan yang digunakan dalam penelitian terdapat dalam tabel 2. Dalam tabel tersebut menjelaskan komposisi perusahaan dari masing-masing sektor industri yang di gunakan sebagai sampel penelitian. Terlihat di dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) terdapat 11 sektor industri dengan total 672 perusahaan. Kemudian untuk perusahaan yang dikeluarkan adalah perusahaan yang terdapat dalam sektor *financial*, *real estate* dan *utilities* yaitu sebanyak 177 perusahaan. Selain itu perusahaan yang dikeluarkan adalah perusahaan konstruksi yang terdapat sebanyak dalam sektor industri *industrialis* sebanyak 11 perusahaan dan juga perusahaan sektor *information technology* sebanyak 24 perusahaan karena setelah hasil perhitungan sampel final, perusahaan yang ada dalam sektor tersebut hanya memiliki 9 perusahaan, sehingga tidak bisa dijadikan sampel yang mensyaratkan harus ada minimal 10 perusahaan di dalam suatu sektor industri. Sehingga jumlah perusahaan yang dikeluarkan

total ada 212 perusahaan. Setelah mengeluarkan industri yang tidak bisa digunakan sebagai sampel, langkah selanjutnya adalah pada perusahaan yang masih tersisa dilihat tahun perusahaan melakukan IPO di bursa, jika perusahaan listing setelah tahun 2016 maka perusahaan tersebut dikeluarkan. Dari hasil perhitungan dari 7 sektor industri yang tersisa dikeluarkan 25 perusahaan. Langkah selanjutnya adalah mengidentifikasi data yang tidak lengkap sebesar 12 perusahaan.

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel dalam menjawab pertanyaan penelitian. Adapun variabel dependen dalam penelitian ini adalah efisiensi investasi. Efisiensi investasi menunjukkan tentang kegiatan investasi perusahaan yang optimal dalam pengelolaan keuangannya (Benlemlih & Bitar, 2016). Variabel independen penelitian menggunakan penghindaran pajak perusahaan. Asiri et al. (2020) menjelaskan penghindaran pajak berhubungan dengan efisiensi investasi perusahaan. Variabel moderasi penelitian menggunakan variabel sertifikasi *Chief Financial Officer* (CFO). Hal ini didasarkan pada kompetensi yang ada dalam diri CFO dapat menentukan keputusan investasi yang tepat bagi perusahaan. Menurut Harymawan et al. (2020) sertifikasi yang dimiliki CFO menandakan mereka memiliki pengalaman yang lebih sehingga mereka dapat menentukan menekan pengeluaran kas yang tidak penting. Oleh karena itu, dengan seorang CFO memiliki sertifikasi, maka mereka dapat mengambil keputusan investasi yang efisien bagi perusahaan.

Dari beberapa variabel tersebut, untuk menguji hipotesis 1 yang telah disebutkan sebelumnya, penelitian ini menggunakan persamaan:

$$INV_{efit} = \beta_0 + \beta_1 CashETR_{it} + \beta_4 Zit + \beta_5 TobQ_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 OPX_{it} + \beta_9 DPR_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Kemudian untuk menguji hipotesis 2 tentang efek sertifikasi CFO dalam pengaruh penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi dalam penelitian ini menggunakan persamaan :

$$INV_{efit} = \beta_0 + \beta_1 CashETR_{it} + \beta_2 CertCFO_{it} + \beta_3 CashETR_{it} * CertCFO_{it} + \beta_4 Zit + \beta_5 TobQ_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 OPX_{it} + \beta_9 DPR_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

INV_{efit} adalah residu efisiensi investasi absolut, $CashETR_{it}$ adalah penghindaran pajak menggunakan Cash ETR, $CertCFO_{it}$ adalah variabel dummy 1 jika CFO di perusahaan memiliki sertifikat CPA dan/atau CFA, 0 sebaliknya, Zit adalah nilai Altman Z-Score, $TobQ_{it}$ adalah nilai perusahaan, Age_{it} adalah usia perusahaan yang diukur dengan IPO perusahaan, Lev_{it} adalah tingkat leverage perusahaan, OPX_{it} adalah biaya operasional perusahaan, DPR_{it} adalah rasio pengembalian dividen perusahaan dan ϵ_{it} adalah error term. Untuk mengukur variabel terikat yaitu efisiensi investasi perusahaan, peneliti menggunakan metode (Chen et al., 2011) metode yang menjelaskan efisiensi investasi. Dalam penelitian ini, total investasi diperoleh dari total investasi baru pada aset tetap berupa mesin, peralatan, kendaraan, tanah, dan bangunan ditambah biaya penelitian dan pengembangan kemudian dikurangi total penjualan aset (mesin, peralatan, kendaraan), tanah, dan bangunan) dibagi dengan total aset pada tahun t.

$$12.2 \quad Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 \%RevGrow_{i,t-1} + \beta_3 \%RevGrow_{i,t-1} * NEG_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

Dimana:

- $In_{i,t}$: Jumlah investasi perusahaan i pada tahun t . Diukur dengan menggunakan net peningkatan aset tetap berwujud dan aset tidak berwujud dibagi dengan total aset sebelumnya.
- $NEG_{i,t-1}$: Nilainya 1 jika perusahaan mengalami pertumbuhan pendapatan negatif, dan 0 sebaliknya.
- $\%RevGrowth_{i,t-1}$: Persentase perubahan pertumbuhan perusahaan dari periode $t-2$ ke $t-1$.

Dari hasil regresi menunjukkan adanya hubungan antara investasi dengan pertumbuhan perusahaan. Kemudian, untuk mengukur efisiensi investasi, menggunakan nilai sisa (residual) dari persamaan. Regresi ini dilakukan pada industri yang paling sedikit terdapat 10 perusahaan (Chen et al., 2011). Setelah menentukan sektor-sektor yang memiliki kriteria tersebut, maka dilakukan regresi setiap tahun per sektor untuk mendapatkan nilai residual. Nilai residual menunjukkan penyimpangan dari efisiensi investasi, dimana jika residual menunjukkan nilai positif, maka perusahaan menunjukkan kondisi *overinvestment* dan sebaliknya jika nilai residual menunjukkan angka negatif, maka perusahaan menunjukkan kondisi *underinvestment* (Khurana et al., 2018, Asiri et al., 2020). Kedua kondisi ini tercermin dari hasil perhitungan residual. Untuk memudahkan dalam menginterpretasikan variabel efisiensi investasi, mengacu pada Gomariz & Ballesta (2014), nilai residual absolutkan kemudian dikalikan minus satu (-1). Oleh karena itu, semakin tinggi nilai yang di dapat menunjukkan perusahaan lebih efisien dalam berinvestasi karena jika nilai absolut residual tersebut tidak dikalikan minus satu (-1) maka nilai tersebut merupakan nilai dari inefisiensi investasi. Penggunaan nilai absolut residual yang dikalikan minus satu (-1) merupakan salah satu cara untuk memfasilitasi analisis penelitian (Firmansyah & Triastie, 2020).

Pengukuran penghindaran pajak dalam penelitian ini menggunakan Cash ETR. Pengukuran *Cash ETR* adalah perhitungan penghindaran pajak dengan menggunakan arus kas dari pembayaran pajak saat ini dibagi dengan laba sebelum pajak penghasilan (Hanlon & Heitzman, 2010, Gebhart, 2017). *Cash ETR* merupakan perhitungan terbaik dalam penghindaran pajak karena dalam perhitungan tersebut tidak terpengaruh adanya estimasi dalam laporan keuangan seperti penyisihan penilaian atau perlindungan pajak (Dyreg et al., 2008). Lebih lanjut, nilai *Cash ETR* yang rendah menunjukkan perusahaan semakin tinggi dalam melakukan penghindaran pajak (Dyreg et al., 2008). Dari penjelasan tersebut dapat digunakan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Cash ETR} = \frac{\text{Jumlah pajak dibayar perusahaan}}{\text{Total laba sebelum pajak}}$$

Sertifikasi merupakan indikasi seseorang memiliki pengetahuan dan pengalaman dalam bidang tertentu. Sertifikasi ini juga berlaku untuk CFO di sebuah perusahaan karena mereka adalah manajer tingkat atas di sektor keuangan. Penelitian sebelumnya menunjukkan seorang CFO harus memiliki pengalaman di bidang keuangan dan akuntansi untuk melakukan pekerjaannya dengan baik (Sun et al., 2015). Penelitian dari Sun et al. (2015) tersebut menggunakan sertifikasi profesi di bidang akuntansi yaitu *Certified Public Accountant* (CPA), untuk mengukur variabel sertifikasi CFO. Selain keterampilan akuntansi, seorang CFO juga harus mahir dalam melakukan analisis keuangan untuk membuat keputusan strategis berdasarkan kemampuan keuangan perusahaan. Mengingat pentingnya hal

tersebut, seorang CFO perlu memiliki kompetensi yang ditunjukkan dalam bentuk sertifikasi profesi berupa gelar *Certified Financial Analyst* (CFA). Seorang CFO yang memiliki gelar CFA menunjukkan kemampuan keuangannya telah diakui secara internasional, sehingga dapat membantu menentukan investasi yang tepat untuk perusahaan dan dapat mengurangi kerugian perusahaan akibat kesalahan pengelolaan keuangan.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya mengenai pentingnya sertifikasi CPA dan CFA bagi CFO, maka sertifikasi CFO yang digunakan adalah sertifikasi CPA atau CFA yang dimiliki oleh CFO. Untuk pengukuran, peneliti memberikan skor 1 jika CFO memiliki sertifikasi CPA dan/atau CFA dan 0 jika CFO tidak. Untuk variabel Control, menggunakan risiko kebangkrutan, nilai perusahaan, umur perusahaan, dividend payout ratio, leverage, dan biaya operasional.

Risiko Kebangkrutan. Risiko kebangkrutan membuat perusahaan lebih berhati-hati dalam melakukan investasi (Tran, 2020). Penelitian lain menemukan terdapat pengaruh positif antara risiko kebangkrutan dan efisiensi investasi (Asiri et al., 2020). Untuk mengukur risiko kebangkrutan, peneliti menggunakan pengukuran risiko kebangkrutan dari Altman (1968) yang menggunakan Z-Score. Nilai Z-Score yang tinggi menunjukkan perusahaan jauh dari risiko kebangkrutan.

$$Z = 1,2 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 0,99 X5$$

Dimana:

- Z : Nilai total Z-Score
- X1 : Modal Kerja / total assets
- X2 : *Retained earnings* / total assets
- X3 : Pendapatan sebelum bunga dan pajak / total assets.
- X4 : *Market value of equity* / *book value of total liabilities*
- X5 : Penjualan / Total Assets

Nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai tinggi memiliki peluang lebih besar untuk memilih investasi yang ada untuk mendorong terciptanya efisiensi investasi. Beberapa penelitian menunjukkan nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi (Vo, 2019, Tran, 2020). Pengukuran nilai perusahaan dalam penelitian ini menggunakan total kapitalisasi pasar perusahaan ditambah dengan total hutang perusahaan, kemudian dibagi dengan total aset pada tahun berjalan.

Umur Perusahaan. Perusahaan yang matang memiliki pengalaman dalam melakukan investasi untuk menilai perlu atau tidaknya mengambil peluang investasi yang ada (Benlemlih & Bitar, 2016). Karena itu, usia perusahaan dapat mendorong terciptanya efisiensi investasi. Untuk menentukan umur perusahaan adalah dengan menghitung tahun perusahaan dari mulai listing di bursa sampai tahun buku peneliti melakukan observasi (Benlemlih & Bitar, 2016). Data yang diambil merupakan data murni dari hasil perhitungan.

Leverage. Leverage adalah cara perusahaan untuk berinvestasi menggunakan hutang. Penelitian ini menggunakan penelitian terbaru tentang leverage sebagai variabel kontrol dalam melihat besarnya hutang perusahaan untuk diinvestasikan (Zheng, 2019, Firmansyah

& Triastie, 2020). Untuk angka *leverage* yang digunakan merupakan perhitungan dari total hutang dibagi total asset perusahaan.

Dividend Payout Ratio. Penelitian yang ada membuktikan terdapat pengaruh positif yang signifikan antara tingkat pembagian dividen dengan efisiensi investasi yang dilakukan oleh perusahaan (Majeed et al., 2018). Pengukuran *Dividend Payout Ratio* dengan cara total dividen dibagi laba bersih perusahaan (Majeed et al., 2018).

Beban Operasional. Biaya operasional merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya sehari-hari. Hal literatur terbaru menyatakan perusahaan dengan biaya operasional yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut tidak efisien dalam berinvestasi, sehingga biaya operasional berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi perusahaan (Li, 2020). Untuk mendapatkan beban operasional adalah dengan cara pendapatan kotor dikurangi pendapatan operasional kemudian dikurangkan lagi dengan beban depresiasi dan amortisasi.

RESULTS AND DISCUSSION

Tabel III menunjukkan nilai statistik deskriptif tertinggi, terendah, mean, dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Angka-angka yang terdapat dalam statistik deskriptif adalah angka sebenarnya dari variabel penelitian sebelum dikalikan dengan minus 1 (-1) untuk variabel *residual absolut* (Absres) dan penghindaran pajak (CashETR).

Tabel statistik deskriptif untuk data penelitian inefisiensi investasi menunjukkan nilai residual absolut maksimum adalah 0,8274274 sedangkan nilai minimum menunjukkan 0,000000039000223. Hal ini dapat diartikan perusahaan yang ada di dalam sampel penelitian memiliki masalah dengan efisiensi investasi karena nilai minimal yang terdapat dalam deskriptif statistik tidak memiliki residual sebesar 0.

Penghindaran pajak yang diukur menggunakan Cash ETR yang berasal dari jumlah pembayaran pajak perusahaan dibagi dengan pendapatan sebelum pajak menunjukkan nilai maksimal 14.04834 (1,404%) dan minimal 0.0000001474207 (0.00000001474207%), Dari perhitungan terdapat angka yang sangat tinggi dikarenakan pada tahun 2018 terdapat perusahaan yang mengalami rugi selisih kurs yang sangat signifikan, sehingga laba sebelum pajak perusahaan menjadi sangat rendah, namun pada laporan arus kas pembayaran pajaknya hanya sedikit berkurang. Hal ini dikarenakan pada tahun sebelumnya terdapat perusahaan melakukan pembelian dan perawatan aset perusahaan secara besar-besaran, namun memiliki hutang dalam valuta asing.

Sertifikasi CFO menunjukkan nilai maksimal 1 dan nilai minimal adalah 0. Adapun rata-rata nilai sertifikasi CFO adalah 10,92%. Hal ini menandakan di dalam sampel penelitian hanya terdapat 10.92% CFO yang memiliki sertifikasi. Ini menandakan lebih dari 90% perusahaan yang menjadi sampel penelitian tidak memperhatikan sertifikasi profesional pada saat melakukan proses perekrutan CFO.

Altman Z-Score menunjukkan angka maksimal 92.91427 dan nilai minimal sebesar -0.9426646. Hal tersebut dapat perusahaan di dalam sampel penelitian ada yang mengindikasikan adanya masalah kesulitan dalam keuangan, namun secara keseluruhan dengan melihat nilai rata-rata sebesar 4.791519, rata-rata pada perusahaan dalam sampel penelitian memiliki kemampuan keuangan yang baik.

Tahun perusahaan, menunjukkan angka maksimal sebesar 38 sedangkan minimal 0. Hal ini menandakan dalam sampel penelitian umur perusahaan paling lama mencatatkan IPO sampai data penelitian ini diambil yaitu 38 tahun, sedangkan untuk yang paling sedikit yaitu 0 tahun. Hal ini dikarenakan ada sampel penelitian yang ada di dalam penelitian ini yang melakukan IPO pada tahun 2016 saat dimulainya observasi oleh penelitian

Leverage menunjukkan angka maksimal 2.055781 dan minimal 0.0121153. Hal ini menandakan seluruh perusahaan memiliki angka rasio hutang yang berbeda dalam struktur modal perusahaan, namun dari nilai rata-rata yang menunjukkan 0.4575977 menunjukkan rata-rata perusahaan memiliki rasio hutang yang lumayan besar yaitu sekitar 46%. Hal ini menunjukkan perusahaan sangat membutuhkan hutang dalam menjalankan aktivitas bisnisnya.

Untuk nilai perusahaan menunjukkan nilai maksimal 22.23284 sedangkan nilai minimalnya 0.3041447. Hal ini menandakan di dalam sampel penelitian nilai perusahaannya positif, namun dengan angka rata-rata sebesar 1.854409 terdapat perbedaan yang mencolok terhadap nilai maksimal dan minimal perusahaan. Hal ini disebabkan karena dengan pengukuran yang menggunakan kapitalisasi pasar, terdapat ketimpangan antara perusahaan yang baru mencatatkan diri ke bursa dengan perusahaan yang sudah lama.

Untuk beban operasional menunjukkan nilai maksimal sebesar 212.337 dan minimal sebesar -0.3684464. Untuk pengukuran biaya operasional di skalakan menggunakan per triliun rupiah. Dari hasil ini menunjukkan adanya perbedaan yang sangat tinggi antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya karena terjadi perbedaan dari aktivitas pengeluaran uang dari sektor satu dengan yang lainnya.

Untuk *divident payout ratio* menunjukkan nilai maksimal sebesar 393.0404 sedangkan untuk nilai minimal sebesar 0. Nilai 0 menandakan ada perusahaan yang tidak melakukan pembayaran dividen. Dengan melihat sebaran data dari *divident payout ratio* menunjukkan ada data yang menonjol, hal ini karena standar deviasinya menunjukkan angka 16.04007. Nilai tertinggi pada variabel *divident payout ratio* karena terdapat perusahaan yang memiliki laba bersih yang besar pada tahun 2018, sehingga memberikan dividen yang besar.

Variabel	Maks	Min	Mean	Std. Dev
Absres	0.8274274	0.000000039000223	0.040481	0.0591673
Cashetr	14.04834	0.0000001474207	0.4624157	0.9462697
Cert	1	0	0.1092715	0.3122382
Z	92.91427	-0.9426646	4.791519	6.067178
Year	38	0	16.75166	9.873222
Lev	2.055781	0.0121153	0.4575977	0.2116405
Tobinq	22.23284	0.3041447	1.854409	2.116723
Opex	212.337	-0.3684464	9.551489	21.41884
Dpr	393.0404	0	1.069928	16.04007

Tabel 3.
Statistik
Deskriptif

Pengujian Hipotesis

Tabel IV menunjukkan hasil regresi penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan semakin tinggi penghindaran pajak maka semakin rendah efisiensi perusahaan. Hal ini menunjukkan H1 diterima karena hasil pengujian variabel penghindaran pajak mempunyai nilai probabilitas t-statistik 0.017 dengan koefisien variabel sebesar -0.002853. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Zheng (2019) yang membuktikan walaupun perusahaan memiliki dana lebih yang berasal dari penghindaran pajak, serta mampu meningkatkan aktivitas investasi perusahaan, namun pengelolaan dana tersebut tidak di alokasikan sesuai dengan kebutuhan investasi perusahaan sehingga tidak efisien.

Hasil ini selaras dengan penelitian Asiri et al. (2020) yang menyatakan walaupun perusahaan memiliki dana yang lebih banyak akibat adanya *tax saving* dari aktivitas penghindaran pajak, namun penggunaan dana tersebut sama sekali tidak efisien digunakan untuk membiayai investasi perusahaan karena dalam pengelolaan dana tersebut manajer melakukan investasi tanpa pertimbangan terlebih dahulu. Untuk penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia, hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Firmansyah & Triastie (2020) yang menyatakan penghindaran pajak berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi karena agen lebih tertarik untuk mendapatkan insentif dari arus kas bebas yang dimiliki perusahaan, sehingga agen cenderung memilih investasi yang tidak diperlukan oleh perusahaan. Sedangkan hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Hong et al. (2019) menyatakan penghindaran pajak berhubungan positif dengan efisiensi investasi karena pada penelitian yang ia lakukan hanya menggunakan biaya *research & development* sebagai pengukuran dalam melihat efisiensi investasi.

Hasil ini selaras dengan teori arus kas bebas yang mengungkapkan bahwa agen cenderung memilih menggunakan kas berlebih dibandingkan menahannya karena dengan menyalurkan dana tersebut dapat menjadi keuntungan perusahaan di masa depan dibandingkan memberikan kepada pemegang saham. Salah satu cara agen dalam meningkatkan arus kas bebas adalah melakukan penghindaran pajak, namun investasi perusahaan tidak efisien.

Dependent Variable		
Investment Efficiency	Coef	Prob
Cashetr	-0.0028530	0.017**
Z	-0.0045566	0.006***
Year	0.0006303	0.034**
Lev	-0.0441763	0.017**
Tobinq	0.0055802	0.073*
Opex	0.0001868	0.045**
Dpr	-0.0000824	0.000***
R2	0.1399	
Prob>chi2	0.0000	

Tabel 4.
Pengaruh
Penghindar
an Pajak
Terhadap
Efisiensi
Investasi

Tabel V yang menggunakan sertifikasi CFO sebagai moderasi menunjukkan semakin tinggi penghindaran pajak maka semakin rendah efisiensi perusahaan. Untuk variabel sertifikasi CFO, hasilnya menunjukkan efisiensi investasi akan meningkat pada perusahaan yang memiliki sertifikasi CFO. Variabel interaksi antara penghindaran pajak dan sertifikasi CFO menunjukkan variabel sertifikasi CFO dapat memperlemah pengaruh negatif penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi.

Hasil regresi menunjukkan sertifikasi CFO dapat memperlemah efek negatif penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi karena pada pengujian variabel penghindaran pajak mempunyai nilai probabilitas t-statistik 0.008 dengan koefisien variabel sebesar -0.0034779. Hasil penelitian menunjukkan semakin tinggi penghindaran pajak, maka semakin rendah efisiensi perusahaan. Untuk variabel sertifikasi CFO memiliki nilai probabilitas t-statistik sebesar 0.001 dengan koefisien variabel sebesar 0.0180149. Hasil penelitian menunjukkan efisiensi investasi akan meningkat pada perusahaan yang memiliki CFO bersertifikasi. Untuk variabel interaksi penghindaran pajak dan sertifikasi CFO mempunyai probabilitas t-statistik 0.005 dengan koefisien sebesar 0.0122693.

Hasil penelitian menunjukkan variabel sertifikasi CFO dapat memperlemah hubungan negatif penghindaran pajak dengan efisiensi investasi. Hasil ini mendukung hipotesis 2 yang menyatakan perusahaan dengan CFO bersertifikat akan memperlemah pengaruh negatif penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi. Hasil ini menunjukkan CFO bersertifikat akan menggunakan arus kas bebas dari penghindaran pajak untuk berinvestasi lebih efisien.

Dependent Variable Investment Efficiency	Coef	Prob
Cashetr	-0.0034779	0.008***
Cert	0.0180149	0.001***
Cashetrcertcfo	0.0122693	0.005***
Z	-0.0044907	0.008***
Year	0.0006376	0.030**
Lev	-0.0418977	0.024**
Tobinq	0.0051568	0.107
Opex	0.0001974	0.039**
Dpr	-0.0000814	0.000***
R2		0.1398
Prob>chi2		0.0000

Tabel 5.
Efek moderasi Sertifikasi CFO Terhadap Pengaruh Penghindaran Pajak Terhadap Efisiensi Investasi

Penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya, yang menyatakan CFO bersertifikat dapat menganalisis biaya apa yang harus dikurangi atau dinaikkan agar investasi menjadi efisien (Harymawan et al., 2020). Hasil ini menunjukkan bahwa CFO bersertifikat dapat mempertimbangkan penggunaan dana yang dimiliki perusahaan agar investasi tidak boros dan memiliki dana yang cukup jika ada peluang investasi yang menguntungkan di masa depan.

Hasil penelitian tersebut juga sejalan dengan penelitian yang membahas tentang pentingnya sertifikasi CFO bagi perusahaan. Dalam tinjauan literatur yang dilakukan, CFO bersertifikat dapat meningkatkan kualitas pendapatan perusahaan dan efisiensi investasi (Habib & Hossain, 2013). Hasil ini menunjukkan CFO bersertifikat dapat menghasilkan laba yang berkualitas tinggi dan memaksimalkan dana yang ada di perusahaan sehingga perusahaan

efisien dalam berinvestasi, dan salah satu sumber dana yang akan dimanfaatkan berasal dari penghindaran pajak.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan dalam teori arus kas bebas, CFO bersertifikat memiliki tanggung jawab yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga dapat lebih menganalisis investasi yang dibutuhkan perusahaan tanpa mengorbankan kepentingan pemegang saham. Hal ini juga sesuai dengan rekomendasi dari Habib & Hossain (2013) yang menjelaskan CFO yang bersertifikasi lebih berhati-hati dalam mengeluarkan kas untuk berinvestasi, karena mereka lebih mementingkan kepentingan pemegang saham dibanding kepentingan dirinya sendiri. Hal ini menunjukkan seorang CFO yang memiliki sertifikasi di dalam dirinya memiliki kode etik profesi yang membuat mereka dapat bersikap profesional sehingga lebih mementingkan pemilik saham dalam memanfaatkan arus kas bebas perusahaan di bandingkan membiayai investasi yang tidak diperlukan perusahaan.

Analisis Sensitivitas

Untuk uji sensitivitas ini, peneliti menggunakan *book-tax difference* (BTD) sebagai indikator penghindaran pajak. Proksi ini mengikuti penelitian sebelumnya dimana salah satu pengukuran penghindaran pajak menggunakan *book-tax difference* (BTD) (Asiri et al., 2020). Hasil uji analisis sensitivitas terdapat pada tabel VI.

Analisis sensitivitas menggunakan *book-tax difference* (BTD) mendukung hipotesis pertama. Hasil pengujian menunjukkan penghindaran pajak dengan menggunakan *book-tax difference* (BTD) sebagai pengukuran berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian Asiri et al. (2020) yang menunjukkan perhitungan penghindaran pajak menggunakan *book-tax difference* (BTD) memiliki pengaruh negatif terhadap penghindaran pajak. Selanjutnya untuk menguji sensitivitas hipotesis 2, Hasil pengujian menunjukkan CFO bersertifikat dapat memperlemah pengaruh negatif penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi.

Dari hasil uji sensitivitas, terbukti penghindaran pajak akan menurunkan efisiensi investasi, dan keberadaan CFO bersertifikat dapat melemahkan efek ini karena CFO bersertifikat memiliki kemampuan yang lebih baik untuk menganalisis peluang investasi perusahaan dalam memanfaatkan arus kas bebas penghindaran pajak. Hasil pengujian analisis sensitivitas yang sesuai dengan analisis primer menunjukkan penghindaran pajak yang diukur dengan *CashETR* dan BTD dapat menurunkan efisiensi investasi perusahaan.

Dependent Variable Investment Efficiency	Hipotesis 1		Hipotesis 2	
	Coef	Prob	Coef	Prob
Btd	-0.6919644	0.000***	-0.5901543	0.096*
Cert			0.0133217	0.006***
Btdcert			0.6869929	0.050*
Z	-0.0055323	0.000***	-0.0042939	0.010**
Year	-0.0008965	0.655	0.0006741	0.025**
Lev	-0.0813596	0.014**	-0.0419346	0.035**
Tobinq	0.0091519	0.018**	0.0047509	0.142
Opex	0.0002243	0.777	0.0001407	0.133
Dpr	-0.0001507	0.308	-0.0000992	0.000***
R2		0.2100		0.2121
Prob>chi2		0.0000		0.0000

Tabel 6.
Analisis
Sensitivitas

CONCLUSION

375

Penelitian ini membuktikan penghindaran pajak dapat menurunkan efisiensi investasi suatu perusahaan sehingga perusahaan yang berencana untuk menghindari pajak juga harus memperhatikan perencanaan investasi yang akan diambil perusahaan agar perusahaan dapat menggunakan kas yang dihasilkan dari penghindaran pajak secara efisien untuk investasi. Penelitian ini membuktikan perusahaan membutuhkan CFO bersertifikat untuk mendorong kegiatan investasi yang lebih efisien karena CFO bersertifikat memiliki pengetahuan dan keterampilan yang lebih di bidang keuangan daripada CFO non-sertifikasi.

Implikasi dari penelitian ini adalah: Pertama, penelitian ini bermanfaat bagi perusahaan supaya dapat mempertimbangkan efek dari melakukan penghindaran pajak karena dalam penelitian ini sudah terbukti penghindaran pajak dapat menurunkan efisiensi investasi. Kedua, penelitian ini membuktikan CFO bersertifikasi sangat di butuhkan oleh perusahaan untuk mendorong aktivitas investasi ke arah yang lebih efisien. Hal ini dikarenakan CFO bersertifikasi memiliki pengetahuan dan keterampilan lebih dalam bidang keuangan dibandingkan CFO yang tidak bersertifikasi. Terakhir, Penelitian ini dapat menjadi masukan bagi pembuat kebijakan di Indonesia untuk membuat peraturan mengenai kewajiban seorang CFO memiliki sertifikasi profesional di perusahaan publik.

Keterbatasan penelitian ini adalah menggunakan absolute residual untuk mengetahui tingkat efisiensi perusahaan. Untuk penelitian selanjutnya, kedepannya perlu ditambahkan kondisi efisiensi investasi perusahaan yaitu pada saat kondisi *overinvestment* dan *underinvestment*. Selanjutnya, penelitian ini menggunakan pengukuran sertifikasi CFO berupa CFA dan CPA saja. Kedepannya perlu ditambah sertifikasi lain, seperti CA dan CMA atau sertifikasi lain yang terkait dengan keuangan atau akuntansi. Hal ini diperlukan agar semakin komprehensif terkait sertifikasi yang dimiliki CFO karena dalam profil yang ada di laporan tahunan terdapat sertifikasi profesional di luar CFA dan CPA. Terakhir, penelitian ini dilakukan dalam periode yang stabil bagi perekonomian Indonesia, penelitian selanjutnya dapat melakukan uji perbedaan mengenai efisiensi investasi di saat masa krisis dengan saat masa sebelum krisis.

REFERENCES

- Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, vol. 23.
- Asiri, M., Al-Hadi, A., Taylor, G. & Duong, L. 2020. Is corporate tax avoidance associated with investment efficiency? *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 52.
- Benlemlih, M. & Bitar, M. 2016. Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency. *Journal of Business Ethics*, vol. 148 pp. 647-671.
- Biddle, G. C., Hilary, G. & Verdi, R. S. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, vol. 48 pp. 112-131.
- Bzeouich, B., Lakhal, F. & Dammak, N. 2019. Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, vol. 17 pp. 650-670.

- Chen, Hope, Li & Wang 2011. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting Review*, vol. 86 pp. 1255-1288.
- Choi, S., Lee, S., Choi, K. & Sun, K.-A. 2018. Investment–cash flow sensitivities of restaurant firms. *Tourism Economics*, vol. 24 pp. 560-575.
- Comprix, J., Ha, J., Feng, M. & Kang, T. Tax Avoidance and Corporate Investment Behavior: The Role of Information Environment Current Draft: October 2016 Preliminary: Comments Welcome. 2016.
- Dabla-Norris, E., Brumby, J., Kyobe, A., Mills, Z. & Papageorgiou, C. 2012. Investing in public investment: an index of public investment efficiency. *Journal of Economic Growth*, vol. 17 pp. 235-266.
- Deef, A. T., Alrawashdeh, B. & Al-Fawaerh, N. 2021. The Impact of Foreign Ownership and Managerial Ownership on Tax avoidance Empirical Evidence From Egypt. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, vol. 25.
- Desai, M. A. & Dharmapala, D. 2009. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 91 pp. 537-546.
- Dewi, N. P. S. S. & Putri, I. G. a. M. a. D. 2021. Corporate Social Responsibility dan Free Cash Flow pada Tax Avoidance. *E-Jurnal Akuntansi*, vol. 31 pp. 1069-1081.
- Dyreng, S. D., Hanlon, M. & Maydew, E. L. 2008. Long-Run Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review*, vol. 83 pp. 61-82.
- Farooq, S., Ahmed, S. & Saleem, K. 2015. Overinvestment, growth opportunities and firm performance: evidence from Singapore stock market. *Corporate Ownership and Control*, vol. 12 pp. 454-467.
- Firmansyah, A. & Triastie, G. A. 2020. The role of corporate governance in emerging market: Tax avoidance, corporate social responsibility disclosures, risk disclosures, and investment efficiency. *Journal of Governance and Regulation*, vol. 9 pp. 8-26.
- Gebhart, M. S. 2017. Measuring Corporate Tax Avoidance – An Analysis of Different Measures. *Junior Management Science*, vol. 3.
- Gomariz, F. C. & Ballesta, J. P. S. 2014. Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, vol. 40.
- Habib, A. & Hossain, M. 2013. CEO/CFO characteristics and financial reporting quality: A review. *Research in Accounting Regulation*, vol. 25.
- Hanlon, M. & Heitzman, S. 2010. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50 pp. 127-178.
- Harbula, P. 2000. INVESTMENTS, CORPORATE GOVERNANCE AND SOFT BUDGETING PROBLEMS THE FREE CASH-FLOW THEORY VERSUS FINANCIAL CONSTRAINTS. *Acta Oeconomica*, vol. 51 pp. 489-512.
- Harymawan, I., Nasih, M., Agustia, D., Ratri, M. & Nowland, J. 2020. CEO & CFO Education and R&D Investment in Indonesia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, vol. 14 pp. 16-34.
- Hong, H. A., Lobo, G. J. & Ryou, J. W. 2019. Financial market development and firm investment in tax avoidance: Evidence from credit default swap market. *Journal of*

Banking & Finance, vol. 107.

377

- Hualun, Z. & Tao, G. 2006. An Empirical Research on the Status and Role of Listed Companies' CFO in Corporate Governance. *Canadian Social Science*, vol. 2 pp. 93-98.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
- Khurana, I. K., Moser, W. J. & Raman, K. K. 2018. Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency. *ABACUS*, vol. 54.
- Kirchler, E., Maciejovsky, B. & Schneider, F. 2003. Everyday representations of tax avoidance, tax evasion, and tax flight: Do legal differences matter? *Journal of Economic Psychology*, vol. 24 pp. 535-553.
- Koester, A., Shevlin, T. & Wangerin, D. 2017. The Role of Managerial Ability in Corporate Tax Avoidance. *Management Science*, vol. 63 pp. 3285-3310.
- Li, S. 2020. A Review of the Relationship between Agency Cost and Corporate Investment Efficiency. *American Journal of Industrial and Business Management*, vol. 10 pp. 734-748.
- Majeed, M. A., Zhang, X. & Umar, M. 2018. Impact of investment efficiency on cost of equity: evidence from China. *Journal of Asia Business Studies*, vol. 12 pp. 44-59.
- Marden, R. E., Edwards, R. K. & Stout, W. D. 2003. The CEO CFO certification requirement. *The CPA Journal*, vol. 73.
- Shahid, M. S. & Abbas, M. 2019. Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics and Business*, vol. 105.
- Shapiro, S. P. 2005. Agency Theory. *Annual Review of Sociology*, vol. 31.
- Sun, L., Johnson, G. & Rahman, F. 2015. CFO financial expertise and corporate governance concerns Evidence from S&P SmallCap 600 Index. *International Journal of Law and Management Accounting Quarterly*, vol. 57 pp. 573-581.
- Tran, Q. T. 2020. Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, vol. 15 pp. 1185-1199.
- Vo, X. V. 2019. Residual government ownership and corporate investment efficiency in privatised firms: evidence from a transition country. *Asian-Pacific Economic Literature*, vol. 33 pp. 121-127.
- Wang, F., Xu, S., Sun, J. & Cullinan, C. P. 2019. Corporate Tax Avoidance: A Literature Review and Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*, vol. 34 pp. 793-811.
- Zheng, M. 2019. Tax Avoidance Activities and Investment Efficiency. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, vol. 334.