

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### 1.1. Latar Belakang

*Research and development* (R&D) sangat penting bagi perkembangan perekonomian, sehingga banyak negara-negara maju memberikan perhatian sangat serius terhadap kegiatan R&D. Menurut *Industrial Research Institute* (2016), alokasi anggaran riset negara-negara maju dan berkembang yang berada di atas kisaran 2,5% per GDP. Pada tahun 2016, alokasi anggaran R&D Amerika (2,76%), Jerman (2,92), Jepang (3,39%), Taiwan (2,35%), dan Korea Selatan (4,04%). Namun perkembangan R&D di Indonesia masih jauh tertinggal dibanding negara-negara di dunia, bahkan dibandingkan dengan negara-negara ASEAN. Perkembangan *research and development* di Indonesia dibanding 4 (empat) negara ASEAN, relatif tertinggal. Alokasi anggaran R&D, berdasarkan *Global Competitive Index* untuk 4 (empat) negara ASEAN, dapat dilihat sebagai berikut :

Tabel 1.1.

**Pengeluaran *Research and Development*, Perkembangan IHSG dan Peringkat Daya Saing Global 4 Negara ASEAN**

Negara	Pengeluaran R&D (%)	Kenaikan IHSG (%)	Peringkat GCI
Indonesia	0.30	15.32	41
Malaysia	1.07	-3.00	18
Singapura	2.60	0.08	2
Thailand	0.37	19.79	32

Sumber : *Industrial Research Institute*, 2016 dan Statistik Pasar Modal, 2016

Tabel 1.1, tersebut menunjukkan bahwa pada tahun 2016, anggaran riset dan pengembangan di Indonesia sebesar 0,30%, jauh dibawah Malaysia 1,07%, Thailand 0,37% atau bahkan Singapura 2,6%. Indeks daya saing global Indonesia, juga relatif tertinggal dari negara tetangga. Saat ini, Indonesia pada peringkat 41, Thailand peringkat 32, Malaysia peringkat 18, sedangkan Singapura peringkat 2. Namun, dari perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari pasar Modal Indonesia, menunjukan pertumbuhan yang baik, dengan peningkatan 15,2%, lebih baik dibandingkan dengan Singapura (0,08%) ataupun Malaysia, yang justru mengalami penurunan 3%. Hal ini menunjukkan adanya *paradox*, apabila dilihat dari alokasi R&D Indonesia yang relatif kecil dan peringkat daya saing yang rendah, namun kinerja pasar modal Indonesia relatif baik.

Investasi *research and development* (R&D) memegang peranan penting dan merupakan alat yang efektif dalam menentukan keunggulan bersaing perusahaan (Peters & Taylor, 2014). Keberhasilan investasi R&D dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti: kinerja keuangan sebelumnya, kondisi keuangan, sumber pendanaan, dan dukungan *corporate governance*.

Kinerja keuangan sebelumnya dapat ditunjukkan dengan tingkat penjualan, tingkat laba, *return on asset*, *return on equity*, maupun nilai pasar saham. Hasil kajian empirik menunjukkan bahwa kondisi keuangan periode sebelumnya berpengaruh signifikan terhadap intensitas investasi R&D. Hal ini dibuktikan dengan hasil penelitian Chua, Chong, Dy, Villavicencio, dan Asia (2016) yang menunjukkan bahwa R&D dipengaruhi oleh profitabilitas dan pertumbuhan penjualan; volatilitas

penjualan dan *return* saham (Lee dan Choi, 2015); *return on investment* (ROI) (Singh dan Faircloth, 2005; Chua et al., 2016) dan *return on asset* (ROA) (Shin dan Kim, 2014). Namun temuan lain menunjukkan bahwa *return on investment* (ROI) tidak berpengaruh terhadap investasi R&D (Chua et al., 2016). Demikian halnya penelitian Lee dan Choi (2015) yang menyatakan bahwa penjualan dan *return* berpengaruh negatif terhadap investasi R&D. Keberhasilan Investasi R&D juga dapat dipengaruhi oleh ketersediaan keuangan yang memadai. Ketersediaan finansial perusahaan juga ditunjukkan dengan kelonggaran finansial (*financial slack*).

*Financial slack* merupakan jumlah uang tunai yang dipegang oleh perusahaan yang berada di atas dan di luar beberapa tingkat minimum kebutuhan operasional (Lewis dan Lewis, 2013). *Financial slack* juga merupakan pondasi utama yang memiliki efek positif terhadap inovasi (Schumpeter, 1934). Solusi untuk mengoptimalkan *financial slack* digunakan untuk pengeluaran *research and development* (Lewis dan Lewis, 2013). Terdapat tiga asumsi yang mendasari pandangan tersebut, pertama adalah bahwa investasi R & D membutuhkan aset yang sensitif terhadap volatilitas dalam tingkat investasi yang sedang berlangsung (Hall, 2002; dan (Brien, 2003). Kedua, bahwa investasi R & D secara inheren menyebabkan masalah asimetri informasi antara manajer perusahaan dan calon investor, sehingga membatasi akses ke sumber eksternal modal (Hall, 1993; Levitas, Edward and Mcfadyen, 2009; dan Vicente-Lorente, 2001). Ketiga, bahwa ketersediaan uang tunai tidak terikat mewakili sumber daya perusahaan yang paling efisien yang tersedia untuk menutupi biaya R & D yang tidak terduga atau untuk menggantikan kekurangan

dalam ketersediaan modal investasi (Greve, 2003; Mishina, Y.; Pollock, Timothy G. and Porac, 2004; Voss et al., 2008 )

*Financial slack* juga dapat dilihat dari tingkat likuiditas maupun tingkat *leverage*. Keputusan investasi R&D dibutuhkan dukungan finansial yang memadai, terutama dari internal perusahaan (Wang, Liang, Li, & Yang, 2016a). Hasil penelitian Chua et al., (2016) dan Lee dan Choi, (2015) menunjukkan bahwa keberhasilan investasi R&D dipengaruhi oleh *cash flow* perusahaan. Sedangkan perusahaan yang memiliki ketergantungan terhadap hutang, akan berdampak negatif terhadap intensitas investasi *research and development*. Disamping itu investasi R&D pada perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi, dapat berdampak pada peningkatan resiko perusahaan (Chen, Ni, dan Tong, 2016).

Hasil temuan empirik menunjukkan bahwa *financial slack* menjadi faktor utama yang menentukan keberhasilan R&D (Wang et al., 2016). Arus kas juga menentukan keberhasilan investasi R&D (Brown, Martinsson, dan Petersen, 2013; Chua et al., 2016; dan Lee dan Choi, 2015). Demikian halnya dengan *financial slack* dalam bentuk *current ratio* juga berpengaruh positif terhadap investasi R&D (Shin dan Kim, 2014; dan Chua et al., 2016). Perusahaan juga harus mengalokasikan dana yang cukup untuk kegiatan investasi R&D (Hall, Moncada-Paternò-Castello, Montresor, dan Vezzani, 2015); dan mempertimbangkan kondisi keuangan (Li, 2011). Sebaliknya, perusahaan yang memiliki kesulitan finansial (*financial distress*) akan akan berdampak negatif terhadap keputusan investasi (Favara, Morellec, Schroth, & Valta, 2017). Disisi lain *leverage* keuangan yang tinggi berpengaruh

negatif terhadap investasi R&D (Singh dan Faircloth, 2005; (Hsu, Chen, Chen, & Wang, 2013); dan Chua et al., 2016). Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang bersaing dalam intensitas R&D harus memilih struktur modal dengan *financial slack* (F. Hsu et al., 2013). Namun penelitian Bhagat, Sanjai and Welch (1995) dan Shin dan Kim, (2014) menunjukkan bahwa *leverage financial* berpengaruh positif terhadap investasi R&D.

Teori ***Pecking Order***, Fisher, A.J. and Donaldson (1961) menyatakan bahwa, konsep *financial slack* mengacu pada kas dan setara kas perusahaan dan kewajiban bebas risiko. *Financial slack* dapat mendorong perusahaan mengejar peluang investasi bebas yang memiliki nilai bersih yang positif dan tidak khawatir tentang masalah risiko (Zhong, 2011). Myers, (1984), memodifikasi ***Pecking Order Theory*** dengan pertimbangan, bahwa dengan mempertahankan modal internal, kemungkinan perusahaan akan mengalami peningkatan dua biaya, yaitu biaya kesulitan finansial dan biaya kehilangan peluang investasi. Dengan *financial slack* memungkinkan perusahaan menangkap peluang investasi walaupun dengan hutang atau menerbitkan saham baru. **Teori Struktur Modal**, menyatakan bahwa, *financial slack* memungkinkan keberhasilan investasi R&D, apabila kelonggaran tersebut bersumber dari internal atau keuntungan perusahaan. Investasi R&D dengan *leverage* yang tinggi berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan (Zhu & Huang, 2012).

*Financial slack* juga sangat efektif bagi manajemen untuk meningkatkan pertumbuhan dan kelangsungan hidup perusahaan (Penrose, 1959). *Financial slack* memungkinkan perusahaan untuk tidak menggunakan modal eksternal dalam

melakukan investasi R&D dengan biaya mahal dalam konteks asimetri informasi dan ketidakpastian keberhasilan yang tinggi (Hall, 2002; dan Vicente-Lorente, 2001)

*Agency Theory* menyatakan bahwa, keberadaan *financial slack* akan dapat menimbulkan masalah keagenan. Teori Agensi secara eksplisit menolak argumen ahli **Teori Perilaku Organisasi** tentang *source slack*. Para ahli Teori Agensi memandang perusahaan sebagai badan hukum independen, memiliki tujuan yang saling bertentangan antara pelaku dan agen (Fama, 1980). Mereka berpendapat bahwa mempertahankan kelonggaran sumber daya (*slack*) hanya akan bermanfaat bagi manajer bertindak sebagai agen, (Shin dan Kim, 2014; dan Jensen dan Meckling, 1976). *Slack* sumber daya juga memungkinkan manajemen memutuskan investasi berlebihan atau proyek bernilai negatif (Tan & Peng, 2003). Ketersediaan finansial yang longgar dapat menyebabkan efisiensi rendah, menghambat pengambilan risiko, dan mengurangi kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Keberhasilan investasi R&D juga dapat dilihat dari dampaknya terhadap peningkatan kinerja perusahaan, nilai perusahaan, reputasi dan peningkatan resiko. Keputusan investasi R&D merupakan sinyal yang diberikan manajer pada pihak eksternal (investor dan kreditur) yang mengindikasikan kondisi keuangan perusahaan yang baik. Perusahaan yang melakukan investasi R&D, mengindikasikan adanya peningkatan *intellectual capital*. Perusahaan besar yang beroperasi teknologi tinggi dan inovatif yang ditandai dengan investasi R&D memiliki tingkat nilai tersembunyi yang lebih tinggi dan menjadi sinyal kepemilikan modal intelektual (Mkumbuzi, 2015). Kepemilikan modal intelektual akan berdampak kinerja perusahaan di masa

yang akan datang (Rehman & Zahid, 2011). Kajian tersebut menunjukkan bahwa investasi R&D dapat menjadi sinyal akan keberadaan modal intelektual dan kinerja perusahaan masa depan.

Investasi R&D dapat dilakukan oleh perusahaan yang memiliki kemampuan finansial yang baik. Dengan demikian perusahaan yang melakukan investasi R&D juga dapat menjadi sinyal, bahwa perusahaan memiliki kemampuan membayar kewajiban, terutama deviden bagi para pemegang saham, Oleh karena itu investasi R&D dapat direspon positif yang ditunjukkan dengan peningkatan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan, juga memberikan sinyal kepada investor dan kreditur, bahwa perusahaan akan tumbuh di masa mendatang (Spence, 1973).

Hasil penelitian sebelumnya, menunjukkan bahwa investasi R&D berpengaruh positif terhadap peningkatan *return on asset/ROA* (Shin, Kraemer, dan Dedrick, 2009; Zhu dan Huang, 2012; Nybakk dan Jensen, 2012; Vanderpal, 2015); dan berpengaruh positif *return on equity/ROE* (Shin, Kraemer, dan Dedrick, 2009; Zhu dan Huang, 2012). Sementara temuan Artz, et al., (2010) menunjukkan bahwa investasi R&D berpengaruh negatif terhadap *return on assets (ROA)*; Demikian halnya dengan penelitian Chambers, (2011); Hsu et al., (2013); dan Vanderpal, (2015) dan yang menunjukkan bahwa investasi R&D tidak berpengaruh terhadap *return on equity (ROE)*.

Investasi R&D juga dapat dilihat dampaknya terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian empirik menunjukkan bahwa investasi R&D berpengaruh positif terhadap

nilai perusahaan (Shin et al., 2009; Andersen dan Dejoy, 2011; Zhu dan Huang, 2012; Nybakk dan Jenssen, 2012; dan Vanderpal, 2015); nilai pasar (Ahmed dan Falk, 2009; Beld, 2014; dan Vanderpal, 2015). Namun temuan lain menunjukkan bahwa investasi R&D berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* (Nybakk dan Jenssen, 2012); dan berdampak negatif terhadap harga saham (Chambers, 2011).

Berbagai kajian teori dan empirik tersebut di atas, menunjukkan bahwa pengaruh *financial slack* terhadap investasi R&D serta nilai perusahaan menunjukkan hubungan yang tidak konsisten. Salah satu penyebab ketidakkonsistenan tersebut, disebabkan pengukuran *financial slack* yang sangat variatif yang diungkapkan oleh para ahli keuangan. Bougeois dan Singh (1983), mengelompokan *financial slack* menjadi *slack* yang tersedia dan potensial *slack*. Sebagian besar studi empiris tentang *financial slack* menggunakan *current ratio* sebagai proksi untuk kelonggaran yang tersedia. Sementara Daniel, Lohrke, Fornaciari, dan Turner (2004), menggunakan rasio *leverage*, seperti rasio hutang terhadap ekuitas untuk mengukur potensi kelonggaran. Apabila rasio hutang terhadap ekuitas menurun, maka pembayaran bunga di masa mendatang juga mengalami penurunan, sehingga potensi bagi pihak luar (kreditor) untuk mempengaruhi kebijakan manajerial dapat dikurangi (Bourgeois, 1981). Meningkatnya nilai rasio hutang terhadap ekuitas, sebenarnya berpotensi menyebabkan kesulitan keuangan perusahaan.

Keberadaan *financial slack* dalam perspektif *Orgazational Behaviour Theory* dan *Agency Theory* juga menimbulkan perdebatan, yang disebabkan karena pengukuran yang berbeda. Perspektif **Teori Perilaku Organisasi** menggunakan

ketersediaan dana (*Hight Discretionary Financial slack*), sedangkan **Teori Agensi** menggunakan potensial *slack* (*Low Discretionary Financial Slack*). Menurut Lewis dan Lewis, (2013), menyatakan bahwa ketersediaan rata-rata kas yang dipegang oleh perusahaan bukan merupakan indikator yang sangat baik dari kebutuhan yang dapat diduga perusahaan, karena dapat bervariasi secara signifikan di seluruh perusahaan. Hal ini disebabkan oleh beberapa anteseden utama *financial slack*, seperti ukuran perusahaan, penjualan, kewajiban jangka pendek.

Kajian teori dan empirik terkait dengan pengukuran *financial slack* tersebut, menunjukkan pengukuran dan dampak yang bervariasi. Penelitian ini berusaha mengatasi ketidakkonsistenan hasil penelitian dan menyatukan perdebatan Teori Perilaku Organisasi dan Teori Agensi dengan menggabungkan kedua pengukuran tersebut. Pengukuran dilakukan secara relatif seperti yang disarankan oleh Lewis dan Lewis (2013), dengan menyatukan rasio ketersediaan dana di atas kewajiban jangka pendek perusahaan.

Keberhasilan investasi R&D juga membutuhkan dukungan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Hasil empiris menunjukkan bahwa keputusan investasi R&D dipengaruhi oleh *corporate governance* yang direprestasikan dengan keberadaan *board of director*, *independent directure*, *board size* dan *interlock directure*, Ashwin, Krishnan, & George, (2016); kepemilikan mayoritas, kepemilikan asing dan kepemilikan terkonsentrasi, Lee (2015); *board of capital* (Chen, 2014). Demikian halnya *corporate governance* dalam lingkungan yang baik juga mempengaruhi keputusan investasi R&D (Hasan, Raymar, dan Song, 2015).

Namun, *corporate governance* dalam bentuk kompensasi manajemen tidak berpengaruh terhadap investasi R&D (Zhang, Chen, & Feng, 2014). Demikian halnya mekanisme *corporate governance* dalam bentuk CEO *ownership* dan *institutional ownership* juga tidak berpengaruh terhadap R&D (Lee, 2015 dan Chen et al., 2016). Selanjutnya mekanisme *corporate governance* dalam bentuk direktur independen juga tidak berpengaruh terhadap investasi R&D (Lee, 2015).

Berbagai temuan terkait dengan investasi R&D di atas, menunjukkan pengaruh yang tidak konsisten. Ashwin, Krishnan, dan George (2016) menyarankan bahwa untuk mengatasi ketidakonsistenan dampak investasi R&D terhadap kinerja perusahaan, perlu mempertimbangkan efek moderasi *corporate governance* dalam investasi R&D. *Corporate governance* merupakan prinsip untuk mengarahkan dan mengawasi perusahaan dalam menyeimbangkan kekuatan dan kekuasaan perusahaan dalam akuntabilitas terhadap *shareholders* maupun *stakeholders* secara umum (Jensen dan Meckling, 1976). *Corporate governance* yang baik dapat dilihat dengan adanya mekanisme kontrol yang dapat diwujudkan dengan keberadaan dewan direksi, struktur kepemilikan, kebijakan kompensasi, serta keberadaan komite audit independen.

Hasil empiris juga menunjukkan bahwa keputusan investasi R&D dipengaruhi oleh keberadaan *independent director*, *board size* dan *interlock director*, Ashwin et al (2016); *board of capital*, Chen (2014); Mekanisme *corporate governance* dalam bentuk struktur kepemilikan, baik dalam bentuk kepemilikan mayoritas, kepemilikan asing dan kepemilikan terkonsentrasi juga mendukung keberhasilan investasi R&D,

Lee (2015) dan keberadaan *board of director, independent direktur, dan interlock direktur* (Ashwin et al., 2016a). Namun, *corporate governance* dalam bentuk kompensasi manajemen tidak berpengaruh terhadap investasi R&D dan kinerja keuangan (Zhang et al., 2014). Demikian halnya mekanisme *corporate governance* dalam bentuk *CEO ownership dan institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap R&D (Chen et al., 2016). Mekanisme *corporate governance* dalam bentuk kepemilikan institusional dan direktur independen juga tidak berpengaruh terhadap investasi R&D (Lee, 2015). Demikian halnya mekanisme *corporate governance* melalui kepemilikan group yang diharapkan menjadi pengendali, juga tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (Al-Hussain dan Johnson, 2009).

Mekanisme *corporate governance* eksternal dan internal secara signifikan mempengaruhi nilai kontrol dan keputusan pembiayaan perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* yang baik adalah mekanisme yang dapat mengontrol kebijakan manajemen, sehingga dapat menekan konflik dalam perusahaan, menurunkan biaya agensi dan pada akhirnya dapat menjadikan biaya operasional perusahaan lebih efisien (Morellec, Nikolov, & Urhoff, 2012)

Mekanisme *corporate governance* juga terbukti dapat memoderasi pengaruh investasi R&D dan inovasi terhadap kinerja perusahaan (He dan Wang, 2009 dan Lee, 2006). Demikian halnya penelitian (Cheng, 2013), menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* berdampak positif terhadap hubungan investasi R&D dengan kinerja perusahaan. *Managerial incentive* sebagai bentuk mekanisme *corporate governance* juga terbukti dapat memoderasi pengaruh investasi R&D terhadap nilai

perusahaan. Sementara mekanisme *corporate governance* dalam bentuk jumlah dewan direksi tidak berpengaruh, sedangkan mekanisme CG dalam bentuk kepemilikan manajerial berdampak negatif terhadap hubungan investasi R&D terhadap kinerja perusahaan (Ren, Chandrasekar, & Li, 2012)

Berbagai fenomena dan kajian empirik tersebut menunjukkan bahwa *corporate governance* dengan menggunakan pengukuran yang variatif memiliki pengaruh yang semakin tidak jelas. Hasan et al (2015) dalam penelitiannya, menyarankan untuk menggunakan mekanisme *corporate governance* yang lebih baik dalam upaya mengatasi ketidakonsistenan dampak investasi R&D terhadap kinerja perusahaan. Selain itu juga dibutuhkan desain dan setting *corporate governance* yang lebih memadai terkait dampak R&D terhadap kinerja perusahaan (Chen et al., 2016). Demikian halnya Lee, (2015), menyarankan perlunya pengembangan pengukuran mekanisme kontrol yang berbeda untuk menghasilkan *corporate governance* yang baik, dan diperlukan pendekatan yang lebih canggih dan perluasan variable control (Shin dan Kim, 2014) serta mekanisme kontrol internal dan eksternal (Zhang et al., 2014).

Peran *corporate governance* juga bervariasi, dimana sebagian peneliti menempatkannya sebagai variabel independen, sementara peneliti yang lain menempatkan *corporate governance* sebagai *moderating variable*. Menurut Morellec, Nikolov, dan Schürhoff (2012), menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* eksternal dan internal merupakan mekanisme kontrol yang signifikan terhadap keputusan pembiayaan perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *corporate*

*governance* yang baik adalah mekanisme dapat mengontrol kebijakan manajemen, sehingga dapat menekan konflik dalam perusahaan, menurunkan biaya agensi dan pada akhirnya dapat menjadikan biaya operasional perusahaan lebih efisien.

Penelitian ini mencoba mengembangkan mekanisme *corporate governance* yang tepat dan komprehensif dengan ukuran tunggal, *Corporate governance* ukuran tunggal, dengan menggunakan indeks *corporate governance efficiency* diharapkan dapat mendukung keberhasilan keputusan investasi R&D. Dari fenomena dan kajian empiris tersebut, maka masalah penelitian ini, bagaimana dampak *financial slack berbasis kewajiban jangka pendek* terhadap investasi R&D dan nilai perusahaan serta dukungan *corporate governance* efisiensi dalam memoderasi pengaruh tersebut.

## 1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan kajian dan fenomena pada latar belakang tersebut diatas, maka pertanyaan penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

- a. Apakah *financial slack* berpengaruh terhadap investasi R&D
- b. Apakah *corporate governance* memoderasi pengaruh *financial slack* terhadap investasi R&D
- c. Apakah *financial slack* berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- d. Apakah *corporate governance* memoderasi pengaruh *financial slack* terhadap nilai perusahaan
- e. Apakah investasi R&D berpengaruh terhadap nilai perusahaan

- f. Apakah *corporate governance* memoderasi pengaruh investasi R&D terhadap nilai perusahaan

### 1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut di atas, maka tujuan penelitian ini, sebagai berikut:

- a. Untuk menganalisis pengaruh *financial slack* terhadap investasi R&D
- b. Untuk menganalisis peran *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh *financial slack* terhadap investasi R&D
- c. Untuk menganalisis pengaruh *financial slack* terhadap nilai perusahaan
- d. Untuk menganalisis peran *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh *financial slack* terhadap nilai perusahaan
- e. Untuk menganalisis pengaruh investasi R&D terhadap nilai perusahaan
- f. Untuk menganalisis peran *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh investasi R&D terhadap nilai perusahaan

### 1.4. Kontribusi Penelitian

#### a. Pengembangan Teori

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan ilmu manajemen, disiplin ilmu manajemen keuangan dalam membangun model peran *corporate governance* dalam mendukung efektifitas *research and development*. Penelitian ini bertujuan untuk membangun konsep dan model teoritikal yang baru untuk menyelesaikan kontroversi ketidakkonsistenan terkait dengan pengaruh investasi R&D terhadap kinerja perusahaan. Perbedaan dengan penelitian

sebelumnya yang banyak menguji hubungan pengeluaran investasi R&D terhadap kinerja keuangan yang hasilnya tidak konsisten.

Hal ini ditunjukkan dengan bahwa investasi R&D berpengaruh positif terhadap peningkatan return on asset/ROA (Shin et al., 2009; Zhu & Huang, 2012; Nybakk dan Jensen, 2012; Vanderpal, 2015). Sementara, Artz, et al (2010) menunjukkan bahwa Investasi R&D berpengaruh negatif terhadap *return on assets*; dan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* (Nybakk dan Jensen, 2012). Demikian halnya penelitian, Shin et al., (2009); dan Zhu & Huang, (2012), menunjukkan bahwa investasi R&D berpengaruh positif terhadap *return on equity*. Namun penelitian F. Hsu et al., (2013) dan Vanderpal, (2015) yang menunjukan bahwa investasi R&D tidak berpengaruh terhadap *return on equity* (ROE) dan penurunan harga saham (Chambers, 2011).

Dalam penelitian sebelumnya juga telah menunjukkan adanya peran *corporate governance* dalam peningkatan intensitas R&D dan peningkatan nilai perusahaan. Penelitian tersebut menempatkan *corporate governance* sebagai **variable independen** yang berpengaruh terhadap investasi R&D dan kinerja keuangan, akan tetapi hasilnya belum menunjukkan efektivitas *corporate governance* dalam mendukung keberhasilan investasi R&D maupun peningkatan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan mekanisme *corporate governance* berpengaruh terhadap investasi R&D (Chen, 2014; Lee, 2015; Hasan et al., 2015; Ashwin et al., 2016). Namun, penelitian lain menunjukkan *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap investasi R&D (Zhang et al., 2014;

Lee, 2015; dan Chen et al., 2016) dan kinerja keuangan (Al-Hussain dan Johnson, 2009; Zhang et al., 2014).

Jensen & Meckling (1976), menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan prinsip untuk mengarahkan dan mengawasi perusahaan dalam menyeimbangkan kekuatan dan kekuasaan perusahaan dalam akuntabilitas terhadap *shareholders* maupun *stakeholders* secara umum. Dari pengertian tersebut menunjukkan bahwa *corporate governance* berperan sebagai mekanisme kontrol terhadap berbagai kebijakan manajemen agar dapat memberikan kemanfaatan kepada seluruh *stakeholders* dan mencegah perilaku *moral hazard*.

*Corporate governance* juga mempengaruhi pengembangan strategi perusahaan. Pengaruh tersebut tidak selalu searah dan independen, akan tetapi juga dapat diperoleh dari hasil interaksi yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Pendekatan teori kontinjensi mengidentifikasi pengendalian organisasi di bawah kondisi operasi yang berbeda dan dampaknya terhadap *outcome* perusahaan. Pendekatan kontinjensi didasarkan pada premis bahwa tidak ada sistem yang secara universal selalu tepat untuk dapat diterapkan pada setiap organisasi, tetapi hal ini tergantung pada faktor kondisi atau situasi yang ada dalam organisasi. Pendekatan kontinjensi menarik untuk digunakan dalam penelitian ini karena dapat mengetahui apakah kebijakan perusahaan akan selalu berpengaruh terhadap *outcome* perusahaan pada kondisi *corporate governance* yang berbeda. Berdasarkan teori kontinjensi maka terdapat faktor situasional lain yang mungkin akan saling berinteraksi dalam suatu kondisi tertentu.

Sebagian besar penelitian tata kelola perusahaan berfokus pada hubungan universal antara praktik *corporate governance* dan hasil kinerja, tetapi mengabaikan bagaimana saling ketergantungan antara organisasi dan lingkungan yang beragam mengarah pada variasi dalam efektivitas praktik *corporate governance* yang berbeda. Perusahaan saat ini beroperasi pada sistem terbuka dengan lingkungan yang beragam, dimana kerangka kerja berdasarkan pendekatan sistem terbuka untuk organisasi, menimbulkan efek saling ketergantungan organisasi ini dalam hal biaya, kontingensi, dan saling melengkapi dari praktik *corporate governance* yang berbeda. Oleh karena itu perlu mengeksplorasi dampak *corporate governance* terhadap berbagai kebijakan perusahaan (Gospel & Jackson, 2008). Dengan demikian perlu mengembangkan pendekatan organisasi untuk tata kelola perusahaan dan menilai efektivitas tata kelola perusahaan dan implikasi untuk kebijakan.

*Corporate governance* merupakan interaksi di antara berbagai pelaku. Mereka memiliki berbagai kekuasaan dan konsekuensi dalam suatu perusahaan. Idealnya tata kelola tersebut dapat menyeimbangkan kepentingan internal dan eksternal. Kepentingan internal lebih menekankan pada faktor kontrol perilaku dan kontrol operasi, sedang eksternal stakeholder lebih menekankan pada kontrol *output* dan finansial. *Corporate governance* yang mampu menyeimbangkan kepentingan internal dan eksternal tersebut merupakan faktor kondisional yang dapat mempengaruhi kebijakan manajemen (Huse, 2014). *Corporate governance* juga tidak dapat dilihat secara independen, akan tetapi harus dilihat dalam perspektif yang terintegrasi untuk memahami bagaimana institusi, pemerintah, keluarga, eksekutif, dan kepemilikan

dewan mempengaruhi variasi hasil perusahaan (Boyd & Solarino, 2016). Mekanisme *corporate governance* di berbagai negara sangat variatif. Variasi tersebut juga memiliki implikasi kepentingan yang berbeda. Kepemilikan keluarga dan pemerintah lebih menekankan pada *outcome* dan cenderung menghindari inovasi. Sedangkan kepemilikan manajemen lebih menekankan pada pertumbuhan dan inovasi (Boyd dan Solarino, 2016). Faktor tersebut sangat mempengaruhi kebijakan manajemen. Variasi mekanisme *corporate governance* di berbagai perusahaan tersebut menjadi faktor yang dapat memperkuat atau justru memperlemah kebijakan manajemen sesuai dengan orientasi hasil yang diinginkan.

Dari berbagai kajian tersebut, penelitian ini menempatkan *corporate governance* sebagai variable kontinjen yang dapat memoderasi kebijakan manajemen dalam meningkat nilai perusahaan. Dalam konteks penelitian ini, variable kontinjen *corporate governance* digunakan untuk melihat pengaruhnya terhadap hubungan antara *financial slack* dan investasi R&D terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu penelitian ini, menempatkan *corporate governance* sebagai *moderating variable*. Penempatan *corporate governance* sebagai *moderating variable* lebih tepat, mengingat fungsi *corporate governance* sebagai alat kontrol bagi kebijakan manajemen. Sehingga penerapan mekanisme *corporate governance* yang baik dapat mendukung keberhasilan kebijakan investasi R&D dan menguatkan keputusan tersebut untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian ini juga menggunakan konsep *corporate governance* yang dapat menyeimbangkan kepentingan agen dan prinsipal. Mekanisme *corporate*

*governanve* dalam berbagai bentuk memiliki kemanfaatan bagi masing-masing *stakeholder*. Penelitian ini mengusulkan konsep pengukuran tunggal dengan memadukan berbagai kepentingan dalam bentuk *corporate governance efficiency*. Konsep ini dikembangkan dari penelitian yang dilakukan (Hussain dan Johnson, 2009), yang menunjukkan bahwa *corporate governance efficiency* dapat meningkatkan kinerja keuangan. Demikian halnya penelitian yang menjukkan bahwa *corporate governance efficiency* dapat meningkatkan *return* saham bank Islam (Kusuma dan Ayumardani, 2016); dan dapat mengurangi perilaku *earning management* (Kusuma & Zain, 2017). Dalam penelitian Kusuma dan Zain, (2017), pengukuran *Corporate governance (CGE)* dengan menggunakan 2 input (*Board of directure* dan komite audit independen) dan 2 output (ROA dan ROE). Penelitian ini mengembangkan konsep *corporate governance efficiency* dengan menggunakan input 7 input: jumlah dewan komisaris, komisaris independen, komite audit, komite audit independen, kepemilikan institusional, kompensasi manajen dan jumlah direktur.

Penelitian ini juga mengembangkan pengukuran *financial slack* yang berbeda dengan penelitian sebelumnya. Peneliti sebelumnya yang menggunakan ukuran yang variatif, antara lain: *net working capital*, Douglas & Moses (1992); Bradley, Shepherd, & Wiklund (2011); Bougeois dan Singh (1983); Sharfman, M.P., Wolf, G., Chase, R.B., & Tansik (1988); George, (2005); dan Dagostim, Baú, Magro, Pedro, & Bernardo, (2017); rasio hutang terhadap modal sendiri Bradley et al., (2011), Bougeois dan Singh (1983); Sharfman, et al. (1988); George (2005), dan Dagostim et al. (2017); rasio modal sendiri terhadap aktiva tetap George (2005); kas dan surat

berharga (Lewis dan Lewis (2013); Dagostim et al. (2017); likuiditas dan rasio ekuitas (Daniel et al., 2004). Berbagai pengukuran tersebut memiliki dampak yang variatif terhadap investasi *research & development* (R&D).

Pengukuran *financial slack* dalam penelitian ini, memadukan konsep *financial slack* berbasis Teori Perilaku Organisasi dan *Pecking Order Theory*. Teori Perilaku Organisasi menyatakan bahwa *slack* merupakan perbedaan antara sumber daya total dengan total pembayaran yang diperlukan (Cyert dan March, 1963). *Slack* sumber daya merupakan faktor penting bagi perusahaan, yang menjadi penyangga antara bagian-bagian organisasi (Cohen, March, & Olsen, 1972). Teori Perilaku Organisasi menunjukkan bahwa *financial slack* memungkinkan perusahaan melakukan pengembangan dan inovasi. Ketersediaan finansial yang longgar, memiliki efek positif pada kinerja perusahaan (Cyert dan March, 1963; dan Penrose, 1959). Dalam Teori Perilaku Organisasi, sebuah perusahaan terdiri dari beragam *stakeholder* dan sering terjadi konflik. Dalam konteks ini, *slack* menyediakan pembayaran kepada masing-masing *stakeholders* koalisi yang melebihi apa yang diperlukan untuk mempertahankan organisasi (Cyert dan March, 1963). Prinsip Teori Perilaku menyatakan bahwa, *financial slack* dalam bentuk ketersediaan dana (*High Discretionary Financial slack*) dapat memainkan peran sebagai resolusi konflik. Sehingga untuk mendorong perusahaan untuk bereksperimen dengan strategi baru Hambrick dan Snow (1967) dibutuhkan ketersediaan dana yang memadai. Disisi lain kelonggaran dana juga dapat mengurangi perilaku yang tidak perlu bagi organisasi (Moch dan Pondy, 1977). Dengan demikian, perusahaan dapat menggunakan

ketersediaan dana (*financial slack*) yang memadai dapat meminimalkan biaya koordinasi dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Perspektif Teori *Pecking Order*, Myers (1984) menyatakan bahwa, konsep *financial slack* mengacu pada kas dan setara kas perusahaan dan kewajiban bebas risiko. Teori tersebut menegaskan bahwa, *financial slack* akan mendukung keberhasilan kebijakan investasi, apabila kelonggaran tersebut bersumber dari internal atau keuntungan perusahaan. Investasi R&D yang didasari *leverage* yang tinggi berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan (Zhu & Huang, 2012). Teori *Pecking Order* tidak mendasarkan pada struktur modal yang optimal sebagai titik awal, melainkan menegaskan kenyataan empiris bahwa perusahaan menunjukkan preferensi yang berbeda untuk menggunakan keuangan internal lebih dari keuangan eksternal. Pembiayaan investasi berdasarkan teori ini dilakukan dengan prosedur sebagai berikut: dana internal pertama, diikuti oleh pembiayaan utang berisiko rendah masing-masing dan berbagai pendanaan. Myers dan Majluf (1984) model memprediksi bahwa manajer akan mengikuti *Pecking Order*, dengan menggunakan dana internal terlebih dahulu, kemudian menggunakan utang berisiko, dan akhirnya beralih menerbitkan saham baru.

Sebagian besar studi empiris tentang *financial slack* menggunakan *current ratio* sebagai proksi untuk kelonggaran finansial. Sementara Daniel, Lohrke, Fornaciari, dan Turner (2004), menggunakan rasio *leverage*, seperti rasio hutang terhadap ekuitas untuk mengukur potensi kelonggaran. Apabila rasio hutang terhadap ekuitas menurun, maka pembayaran bunga di masa mendatang juga mengalami penurunan,

sehingga potensi bagi pihak luar (kreditor) untuk mempengaruhi kebijakan manajerial dapat dikurangi (Bourgeois, 1981). Meningkatnya nilai dalam rasio hutang terhadap ekuitas sebenarnya menunjukkan penurunan tingkat penurunan kemampuan finansial. Dengan demikian semakin besar hutang menunjukkan adanya potensi kesulitan finansial. Sebaliknya ketersediaan modal sendiri yang tinggi menunjukkan potensi memiliki kelonggaran finansial yang baik.

Penelitian ini menggunakan konsep *financial slack* diatas kewajiban atau hutang yang harus dilunasi dalam jangka pendek. Dengan kelonggaran finansial yang melebihi kewajiban jangka pendek tersebut diharapkan tidak akan mengganggu operasional rutin perusahaan. *Financial slack* di atas kewajiban jangka pendek, diharapkan dapat menjawab perdebatan berbagai temuan empirik tersebut menunjukkan bahwa pengukuran *financial slack* sangat variatif. Martinez & Artz, (2006) menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas, sementara beberapa ahli yang lain menggunakan rasio hutang terhadap aset. Menurut Daniel et al., (2004), sebagian besar pakar menggunakan rasio likuiditas dan rasio ekuitas, Wang, (2014). Sementara beberapa ahli berpendapat bahwa istilah *financial slack* dapat digunakan secara bergantian dengan menggunakan uang tunai Sharfman, et al. (1988); Voss, G.B., Sirdeshmukh, D. & Voss (2008); likuiditas (Daniel et al., 2004 dan Levitas, Edward and Mcfadyen, 2009), atau *leverage* rendah (Brien, 2003). Disisi lain perusahaan yang memiliki *leverage* keuangan tinggi berpengaruh negatif terhadap investasi R&D (Singh dan Faircloth, 2005; Hsu, 2011; dan Chua et al., 2016). Sedangkan perusahaan yang memiliki ekuitas yang tinggi berpengaruh positif terhadap investasi R&D

(Brown et al., 2013). Oleh karena itu dalam penelitian pengukuran *financial slack*, menggunakan ketersediaan finansial di atas kewajiban jangka pendek (*net working capital ratio*)

Berdasarkan dua perspektif teori dan kajian empirik tersebut, maka perlu memadukan *financial slack* didasarkan pada ketersediaan dana atau kas di atas kewajiban jangka pendek. Ketersediaan dana dan sumber modal tersebut diukur secara relative. Pengukuran secara relatif dilakukan, seperti yang disarankan oleh Lewis dan Lewis, (2013), dengan menyatukan rasio supaya tidak bias terhadap asset perusahaan. *Financial slack* yang menunjukkan ketersediaan kas yang memadai dan memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi. Disisi lain investasi pengembangan tersebut tidak boleh mengganggu operasional rutin perusahaan. Perusahaan yang memiliki kapasitas hutang jangka pendek maupun jangka panjang yang tinggi, akan menghambat operasional rutin perusahaan. Dengan demikian *financial slack* dalam penelitian ini, menggunakan konsep baru *financial slack* dengan memadukan ketersediaan kas dan di atas kewajiban jangka pendek yang dihitung secara relative terhadap kewajiban jangka pendek.

#### **b. Implikasi Kebijakan**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam bentuk hasil pengujian empirik terkait dengan model *corporate governance* yang dapat mendukung keberhasilan keputusan investasi R&D. Temuan ini diharapkan dapat membantu manajemen dalam mengambil keputusan investasi R&D dengan

mempertimbangkan berbagai faktor, seperti kondisi keuangan yang direpresentasikan dengan kelonggaran finansial (*financial slack*) dan mekanisme *corporate governance* yang efisien.

Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi saham pada perusahaan yang melakukan kebijakan investasi R&D. Dalam keputusan investasi tersebut, investor perlu melihat sejauhmana keputusan R&D yang dilakukan perusahaan telah didukung dengan mekanisme *corporate governance* yang efisien, sehingga dapat menjadi sinyal ada kebijakan manajemen yang dapat dipercaya dan mengurangi asimetri informasi. Sinyal dalam bentuk informasi yang didukung tata kelola yang baik dapat mengindikasikan adanya kondisi keuangan yang baik, sehingga dapat merespon positif oleh pasar dan nilai saham.