

BAB III

KERANGKA TEORI

3.1. Nilai Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah konstruksi yang relevan dalam penelitian manajemen strategis dan sering digunakan sebagai variabel dependen. Terlepas dari relevansi ini, hampir tidak ada konsensus tentang definisi, dimensi dan pengukurannya dan apa yang membatasi kemajuan dalam penelitian dan pemahaman konsep tersebut. Kinerja perusahaan merupakan keefektifan operasional organisasi yang mencakup hasil operasional dan keuangan (Cameron, 1986).

Konsep kinerja perusahaan perlu dibedakan dari konstruk efektivitas organisasi yang lebih luas. Venkatraman dan Ramanujan (1986) menawarkan sosok yang mencerminkan dari tiga lingkaran konsentrik yang tumpang tindih dengan efektivitas organisasi. Domain terluas dari keefektifan organisasi ini mencakup lingkaran menengah yang mewakili kinerja bisnis, yang mencakup lingkaran dalam yang mewakili kinerja keuangan. Efektivitas organisasi mencakup aspek-aspek lain yang terkait dengan fungsi organisasi yang diwujudkan dengan tidaknya adanya konflik internal, keterlibatan dalam kegiatan yang sah, akuisisi sumber daya dan pencapaian tujuan (Cameron, 1986).

Menurut Boaventura, da Silva, dan Bandeira-de-Mello, (2012), kinerja perusahaan harus mewakili seluruh *stakeholders*. Didasarkan pada teori *stakeholders* terdapat enam dimensi enam dimensi orde pertama: profitabilitas, pertumbuhan, kepuasan pelanggan, kepuasan karyawan, kinerja sosial, dan kinerja lingkungan.

Kinerja perusahaan di kelompok dalam dua dimensi besar, yaitu kinerja keuangan dan kinerja strategik. Kinerja keuangan meliputi: profitabilitas, pertumbuhan dan nilai pasar. Sedangkan dimensi strategik meliputi: kepuasan konsumen, kepuasan karyawan, kinerja lingkungan dan kinerja sosial.

Kinerja perusahaan dalam dimensi profitabilitas diukur menggunakan *Return on Assets*, *EBTIDA margin*, *Return on investment*, *Net income/Revenues*, *Return on equity*, *Economic value added*. Kinerja keuangan dalam dimensi pertumbuhan meliputi: *Market-share growth*, *Asset growth*, *Net revenue growth*, *Net income growth*, *Number of employees growth*. Sedangkan kinerja perusahaan dalam dimensi Nilai pasar meliputi: *Earnings per share*, *Stock price improvement*, *Dividend yield*, *Stock price volatility*, *Market value added (market value / equity)*, *Tobin's q (market value / replacement value of assets)*.

Nilai pasar yang banyak digunakan peneliti untuk mengukur nilai perusahaan adalah Tobins'Q. Tobins'Q telah digunakan lebih dari 78% penelitian untuk menilai kinerja perusahaan yang dilihat dari nilai pasar perusahaan (Al-Matari, Al-Swidi, dan Fadzil, 2014). Berdasarkan kajian tersebut nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan Tobins'Q.

3.2. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal diawali dengan teorema Modigliani-Miller yang mempengaruhi perkembangan awal dari Teori *Trade-off* dan *Teori Pecking Order*. *Trade-off Theory* merupakan teori yang didasari bahwa dalam pembuatan keputusan

pembiayaan melalui proses evaluasi terhadap berbagai biaya dan manfaat dari rencana *leverage*. Teori ini mengarahkan perusahaan pada posisi keseimbangan (*trade-off*) antara manfaat pajak dan kerugian dari risiko yang lebih tinggi dari kesulitan keuangan. Penggunaan utang juga mengakibatkan perubahan biaya lainnya, yaitu biaya agensi. Biaya agensi berasal dari konflik kepentingan antara pemangku kepentingan yang berbeda dari perusahaan dan karena adanya asimetri informasi (Jensen dan Meckling, 1976).

Biaya transaksi juga berpengaruh terhadap pencapaian struktur modal optimal. Biaya transaksi ini akan mengakibatkan struktur modal optimal akan berubah sepanjang waktu atau dengan kata lain struktur modal tidak akan pernah mencapai optimal. Model *leverage* umumnya kurang merespon fluktuasi ekuitas jangka pendek dan perubahan nilai dalam jangka panjang.

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. Seandainya modal internal terbatas maka perusahaan akan mengambil dana eksternal yang berbeda untuk meminimalkan biaya informasi asimetris. *Pecking Order* yang dihasilkan dari pembiayaan adalah 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 ke ekuitas. Dengan tidak adanya peluang investasi, perusahaan mempertahankan keuntungan dan menghindari penggunaan keuangan eksternal di masa depan. Menurut Myers (1984); dan Fama dan French (2000) mencatat bahwa peluang investasi yang tinggi akan cenderung mendorong *leverage* yang lebih tinggi.

Dalam Teori *Pecking Order*, Myers, (1984) pertama kali menyebutkan 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). Dengan *financial slack* menunjukkan adanya ketersediaan modal internal dapat mengurangi ketergantungan dana eksternal dengan biaya tinggi. *Financial slack* yang dimotivasi oleh fleksibilitas keuangan, yang mendorong perusahaan menggunakannya untuk memenuhi permintaan investasi di masa depan (Wang, 2014). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *financial slack* merupakan ketersediaan dana tanpa memiliki ketergantungan dana eksternal yang dapat berdampak pada *leverage* dengan biaya yang tinggi

3.3. *Financial Slack* dan Pengukurannya

Financial slack merupakan jumlah uang tunai yang dipegang oleh perusahaan yang berada di atas dan di luar beberapa tingkat minimum kebutuhan operasional atau kewajiban lancar (Lewis dan Lewis, 2013). Sedangkan Daniel et al (2004), mengukur *financial slack* menggunakan rasio likuiditas dan rasio ekuitas. Sementara Douglas &

Moses (1992) berpendapat bahwa cara terbaik untuk mengoperasionalkan *financial slack* selisih antara aktiva lancar dan kewajiban lancar.

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 peserta dan seringkali konflik. Dalam konteks ini, *slack* menyediakan pembayaran kepada masing-masing anggota koalisi yang melebihi apa yang diperlukan untuk mempertahankan organisasi Cyert dan March (1963), sehingga ketersediaan *financial slack* memainkan peran sebagai resolusi konflik.

Ketersediaan finansial juga mendorong perusahaan untuk bereksperimen dengan strategi baru (Hambrick dan Snow 1977). Disisi lain kelonggaran finansial juga dapat mengurangi kegiatan yang tidak perlu bagi organisasi (Moch dan Pondy, 1977). Dengan demikian, perusahaan dapat menggunakan *financial slack* untuk meminimalkan biaya koordinasi dalam perusahaan dan meningkatkan kinerja perusahaan Cyert dan March (1963), dalam Teori Perilaku Organisasi perusahaan mendefinisikan *slack* sebagai perbedaan antara sumber daya total dengan total pembayaran yang diperlukan. *Slack* sumber daya merupakan faktor penting bagi perusahaan, yang menjadi penyangga antara bagian-bagian organisasi (Cohen et al., 1972). *Slack* dapat dimanfaatkan secara diskresioner untuk merebut peluang potensial (George, 2005).

Financial slack dalam bentuk *net working capital* juga dapat berpengaruh positif terhadap kinerja (Bradley, Shepherd, dan Wiklund, 2011; Bourgeois, L.J. dan Singh, 1983; Sharfman, et al. (1988); dan George, 2005). Sedangkan *financial slack* dalam bentuk rasio hutang terhadap modal sendiri berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, (George, 2005). Demikian halnya *financial slack* dalam bentuk *slack* yang tidak terserap dan potensial *slack* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Rafailov, 2017). Hasil penelitian Dagostim et al. (2017), menunjukkan bahwa *high discretionary financial slack* dalam bentuk *net working capital* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Demikian halnya dengan potensial *financial slack* dalam bentuk ketersediaan modal sendiri di atas aktiva tetap berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan *low discretionary financial slack* dalam bentuk rasio hutang terhadap modal sendiri yang berpengaruh positif. Demikian halnya dengan ketersediaan kas, surat berharga dan ketersediaan sumber daya di atas kebutuhan operasional berpengaruh positif kinerja perusahaan Dagostim et al. (2017).

Sementara (Child, 1972) menyatakan bahwa *slack* sumber daya organisasi mempengaruhi konfigurasi struktural dan berdampak negatif terhadap kinerja organisasi. Sharfman et al. (1988), menyelidiki implikasi pengambilan keputusan berisiko terhadap kinerja perusahaan. Keputusan berisiko dapat berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, pada kondisi perusahaan memiliki kelonggaran sumberdaya, sebaliknya berdampak negatif pada saat memiliki keterbatasan sumberdaya.

Pengertian dan pengukuran *financial slack* tersebut diatas menunjukkan pengukuran yang sangat variatif. Variasi pengukuran *financial slack* tersebut, memiliki dampak terhadap kebijakan perusahaan yang berbeda-beda. Berbagai pengertian dan pengukuran *financial slack* dapat diringkas dalam Tabel 3.1

Tabel 3.1
Pengukuran *Financial Slack*

No	Variabel	Pengukuran	Penulis
1	<i>High Discretionary Financial Slack</i>	<i>Net Working Capital (Current asset – Current Liabilities)</i>	Douglas & Moses (1992); Bradley et al. (2011), Bourgeois, L.J. dan Singh (1983), Sharfman et al. (1988); George, (2005), Dagostim et al. (2017)
2	<i>Low Discretionary Financial Slack</i>	Rasio Utang terhadap Modal sendiri	Bradley et al. (2011), Bourgeois, L.J. dan Singh (1983), Sharfman et al. (1988); George, (2005), Dagostim et al. (2017)
3	<i>Availability of Financial resourch</i>	Modal sendiri – aktiva tetap	George, (2005)
4	<i>Demand For financial resourch</i>	Kas + Surat berharga	Lewis dan Lewis (2013); Dagostim et al. (2017)
5	<i>Financial Slack</i>	Rasio likuiditas dan rasio ekuitas	(Daniel et al., 2004)

Financial slack merupakan ketersediaan kas atau setara kas yang memadai dan disisi lain pemanfaatan *financial slack* untuk investasi R&D yang mensyaratkan adanya ketersediaan yang tidak menghambat operasional rutin perusahaan. Dengan mempertimbangkan prasyaratn tersebut, maka *financial slack* dalam penelitian ini

diukur menggunakan ketersediaan kas di atas kewajiban jangka pendek (*current liabilities*), yang diukur secara relatif.

3.4. Agency Theory

Teori Agensi merupakan teori yang dibangun berdasarkan pada hubungan keagenan antara agen dan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan didefinisikan sebagai suatu perjanjian, dimana terdapat satu atau lebih pihak prinsipal yang mempekerjakan agen, dimana agen diharapkan dapat melakukan beberapa layanan atas nama principal. Teori tersebut mengasumsikan bahwa masing-masing individu termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga dapat menimbulkan konflik antara prinsipal dan agen. Konflik tersebut timbul, karena dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, perusahaan melakukan interaksi dengan berbagai pihak yang terkait dengan perusahaan. Dalam aktivitas interaksi tersebut, perusahaan dihadapkan pada berbagai kepentingan yang seringkali tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Berbagai pihak yang berkepentingan tersebut, meliputi kepentingan karyawan, pemasok, pelanggan, distributor, pesaing, pemerintah serta masyarakat yang ikut memberikan kontribusi terhadap keberhasilan perusahaan dan ikut menanggung dampak dari kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu perusahaan harus mengupayakan keseimbangan dengan memperhatikan tidak hanya kepentingan pemegang saham saja, akan tetapi juga kepentingan *stakeholder* lain untuk mempertahankan eksistensinya.

Masalah *principal* dan *agen* juga merupakan elemen penting dari pandangan "kontrak yang tidak lengkap" dari perusahaan yang dikembangkan oleh (Coase, 1937; Jensen dan Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983; O. E. Williamson, 1975; V. O. E. Williamson, 1985; Bolton, 2009; dan Hart, 2008). Namun kontrak antara *principal* dan *agen* tidak mungkin mencapai kontrak yang lengkap, kerana *principal* dan *agen* tidak mungkin meramalkan atau menggambarkan semua kemungkinan masa depan dan *agen* kemungkinan tidak bersedia, apabila semua kegiatan yang dilakukan dimasukkan dalam kontrak. Ketidaklengkapan kontrak ini berarti bahwa investor dan manajer harus mengalokasikan "hak kontrol residual" dengan cara tertentu. Hak kontrol residual adalah hak untuk membuat keputusan dalam keadaan yang tidak terduga atau dalam keadaan yang tidak tercakup dalam kontrak. Oleh karena itu, (Hart, 1995) menyatakan bahwa struktur *corporate governance* dapat dilihat sebagai mekanisme untuk membuat keputusan yang belum ditentukan dalam kontrak awal.

3.5. Corporate Governance

Corporate governance merupakan prinsip untuk mengarahkan dan mengawasi perusahaan dalam menyeimbangkan kekuatan dan kekuasaan perusahaan dalam akuntabilitas terhadap *shareholders* maupun *stakeholders* secara umum (Jensen & Meckling, 1976). Hal ini menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* diharapkan dapat memberikan kemanfaatan kepada seluruh *stakeholders*. Kondisi ini menuntut mekanisme *corporate governance* yang dapat mewakili seluruh kepentingan *stakeholders* dengan menggunakan indikator yang komprehensif yang dapat

memenuhi 5 (lima) prinsip dasar *corporate governance* : *tranparancy, accountability, responsibility, independency and fairness*.

Mekanisme *corporate governance* dapat ditunjukkan dengan keberadaan direktur independen, jumlah dewan direksi, *interlock* direktur sangat mempengaruhi pengambilan keputusan perusahaan. Hasil penelitian Ashwin, *et al.*, (2016) menunjukkan keberadaan direktur independen, jumlah dewan direksi dan hubungan dewan direksi berpengaruh terhadap investasi *research and development* (R&D). Namun penelitian tersebut masih perlu diteliti lebih jauh efek interaksi struktur kepemilikan dan dewan direksi terhadap investasi R&D (Ashwin, *et al.*, 2016)

Mekanisme *corporate governance* juga dapat direpresentasikan dengan kualitas CEO yang mampu mendorong tata kelola yang baik. *CEO Power* juga memiliki dampak terhadap keputusan investasi R&D. Kekuatan *CEO* direpresentasikan dengan keberadaan CEO yang menjabat sebagai *board of director*, kepemilikan saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan kepemilikan manajemen, rasio direktur independen dan masa kerja CEO dibanding masa kerja direktur. *Power CEO* dapat memoderasi hubungan *Board of Capital* terhadap Investasi R&D, Keberhasilan investasi R&D tergantung pada kekuatan kombinasi *BOC* dengan *CEO Power* (Chen, 2014).

Interaksi *Corporate Governance* dan *Country Governance* justru berpengaruh negatif terhadap Investasi R&D (Hasan *et al.*, 2015). Hal ini terjadi pada negara yang tata kelolanya rendah. Temuan tersebut menjadikan hubungan tersebut semakin tidak

jelas dan perlu mekanisme *corporate governance* yang lebih baik yang diharapkan mampu mendorong keberhasilan investasi R&D.

Mekanisme *corporate governance* juga dapat memenuhi prinsip efisiensi, karena tata kelola yang baik diharapkan dapat mendukung peningkatan efisiensi dan kinerja perusahaan. Mekanisme *corporate governance* dikatakan efektif, apabila mekanisme tersebut dapat meningkatkan efisiensi. Kyereboah-Coleman *et al.*, (2007), berpendapat bahwa struktur tata kelola perusahaan dapat dikatakan efisien, jika struktur tersebut dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil peneliti empiris menunjukkan bahwa *corporate governance* dapat meningkatkan kinerja keuangan Al-Hussain dan Johnson, (2009); Kusuma dan Ayumardani, (2016). *Corporate governance* juga berpengaruh terhadap *return* saham bank Islam. Demikian halnya penelitian yang dilakukan Kusuma dan Zain, (2017) menggunakan pengukuran *Corporate governance (CGE)* dengan menggunakan direktur independen dan ukuran direktur sebagai input dan ROA, ROE sebagai output, yang menunjukkan dampak negatif CGE terhadap perilaku *earning management* pada perbankan Islam. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *corporate governance*, efektif dapat mendukung efisiensi dan kinerja perusahaan dan mencegah perilaku yang merugikan *stakeholders*.

Konsep *corporate governance efficiency (CGE)* dilatar belakangi dari sebuah teknik baru yang disebut *Data Envelopment Analysis (DEA)*. *DEA* merupakan metodologi pemrograman matematika non-parametrik yang dapat digunakan untuk

mengevaluasi efisiensi berbagai organisasi dengan menggunakan banyak masukan dan banyak keluaran (Yue, 1992). Teknik DEA awalnya diusulkan oleh Charnes, Cooper, dan Rhodes, (1978). Metode tersebut dapat digunakan untuk mengukur efisiensi struktur *corporate governance* perusahaan secara obyektif. Model DEA merupakan pendekatan *frontier* yang efisien dan lebih unggul dari pada ukuran keuangan tradisional (Berger dan Humphrey, 1997).

Berdasarkan model tersebut, *corporate governance* diharapkan dapat digunakan untuk mengatasi problem keagenan dan menekan biaya keagenan, akibat pemisahan kepemilikan dan pengendalian manajemen sumber daya perusahaan (Fama dan Jensen, 1983); dan (Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan kepemilikan dan pengendalian manajemen tersebut yang melatarbelakangi adanya masalah keagenan yang disebabkan adanya asimetri informasi dapat menyebabkan konflik kepentingan (Jensen dan Meckling, 1976; dan Shleifer dan Vishny, 1986). Oleh karena itu, untuk mengendalikan konflik kepentingan dan mengurangi biaya agensi, berbagai alat internal dan eksternal, yang dikenal sebagai *corporate governance*. Mekanisme *corporate governance* dalam bentuk dewan direksi dianggap sebagai pemantau internal terkuat dari manajemen puncak karena dewan direksi memiliki wewenang untuk mempekerjakan, memecat, dan memberikan kompensasi atas manajemen puncak (Fama dan Jensen, 1983).

Corporate Governance menjadi salah satu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomis yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen

perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan *Stakeholders* lainnya. Upaya pengembangan *Good Corporate Governance* ditujukan untuk mendorong optimalisasi alokasi atau penggunaan sumber daya perusahaan agar pertumbuhan dan kesejahteraan pemilik perusahaan terjaga.

Menurut Barnhart & Rosenstein, (1998) mekanisme *corporate governance* dibagi menjadi dua kelompok, yaitu:

- a. Mekanisme internal (*internal mechanism*), seperti struktur dewan direksi, kepemilikan manajerial dan kompensasi eksekutif.
- b. Mekanisme eksternal (*external mechanism*), seperti pasar untuk kontrol perusahaan, kepemilikan institusional dan tingkat pendanaan dengan hutang.

Kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, proporsi direksi independen, komite audit independen, kompensasi manajemen kunci, merupakan mekanisme *corporate governance* internal yang penting. *Corporate governance* yang berjalan dengan baik, dapat mengukur tingkat konflik lembaga dalam perusahaan. Disisi lain keberadaan *corporate governance* yang menimbulkan biaya agensi. Biaya agensi bervariasi secara signifikan di seluruh perusahaan dan akan efisien apabila tata kelola perusahaan berjalan dengan baik (Morellec, Nikolov, & Urhoff, 2012).

Mekanisme *corporate governance* juga dapat dilakukan melalui mekanisme tata kelola eksternal, yang diwakili oleh kepemilikan institusional dan kepemilikan *blockholder* luar, yang berhubungan negatif dengan biaya agensi dan yang menunjukkan adanya mekanisme kontrol dari luar yang independen dari manajemen

yang efektif (Morellec, Nikolov, & Urhoff, 2012). 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 dapat mengontrol kebijakan manajemen, sehingga dapat menekan konflik dalam perusahaan, menurunkan biaya agensi dan pada akhirnya dapat menjadikan biaya operasional perusahaan lebih efisien.

Untuk meminimumkan terjadinya tindakan *opportunistic* manajemen dan perilaku *moral hazard*, maka perusahaan perlu menerapkan mekanisme *good corporate governance* sebagai sistem pengendalian dan pengelolaan perusahaan. Mekanisme *good corporate governance* dilakukan untuk memastikan bahwa pemilik atau pemegang saham memperoleh pengembalian (*return*) dari berbagai keputusan yang dijalankan oleh agen atau manajer (Schleifer dan Vishny, 1997).

Keberadaan komisaris independen diatur dalam peraturan BAPEPAM No: KEP – 315/BEJ/06 – 2000 yang disempurnakan dengan surat keputusan No: KEP – 339/BEJ/07 – 2001 yang menyatakan bahwa setiap perusahaan publik harus membentuk komisaris independen yang anggotanya paling sedikit 30% dari jumlah keseluruhan anggota dewan komisaris.

3.6. Pengukuran *Corporate Governance Efficiency*

Prinsip tata kelola perusahaan yang tepat secara signifikan akan meningkatkan perkembangan individu perusahaan dan ekonomi secara keseluruhan - setidaknya karena untuk meningkatkan efisiensi pemanfaatan sumber daya. Penerapan *corporate*

governance pada masing-masing perusahaan sangat variatif. Variasi mekanisme *corporate governance* tersebut, sering memiliki implikasi yang berbeda.

Penerapan *corporate governance* dalam bentuk *board Size*, independen direktur, komite audit independen berdampak pada efisiensi *performance* (ROA dan ROE) (Hsu & Petchsakulwong, 2010). Demikian halnya, ukuran dewan direktur juga akan menurunkan problem koordinasi dan meningkatkan kinerja yang efisien (Jensen, 1993).

Klein (2002) menyatakan bahwa ukuran komite audit berpengaruh pada intensitas monitoring. Keberadaan direktur independen berpengaruh negatif nilai perusahaan/Tobin's Q, Agrawal dan Chadha (2005), dan efisiensi perusahaan (Hawdrick, 2004). W. Hsu & Petchsakulwong (2010), menyatakan bahwa keberadaan direktur independen akan cenderung lebih hati-hati dan menghindari resiko sehingga berdampak pada efisiensi perusahaan. Jumlah dewan direktur juga dapat meningkatkan efisiensi perusahaan.

Mekanisme *corporate governance* yang baik harus dapat memenuhi prinsip efisiensi, karena tata kelola yang baik diharapkan dapat mendukung peningkatan efisiensi dan kinerja perusahaan. Kyereboah-Coleman, Adjasi, dan Abor (2007) berpendapat bahwa struktur *corporate governance* dapat dikatakan efisien, jika struktur tersebut dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Corporate governance dengan pengukuran tunggal menggunakan *corporate governance efficiency* dapat meningkatkan kinerja keuangan (Al-Hussain & Johnson,

2009); meningkatkan return saham bank Islam (Kusuma dan Ayumardani, 2016); dampak negatif terhadap 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).

Pengukuran *corporate governance* tunggal menggunakan *corporate governance efficiency*, yang diharapkan dapat meminimalkan kegagalan keputusan investasi R&D. *Corporate governance efficiency* juga diharapkan dapat mengurangi bias hasil kebijakan perusahaan, karena perbedaan mekanisme *corporate governance*

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 menunjukkan 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. Sedangkan *output corporate governance* diukur menggunakan *ROA* dan *ROE*.

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 factor control perilaku dan kontrol operasi, sedang eksternal stakeholder lebih menekankan pada control 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 dan 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.

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.

3.7. Financial Slack dan Investasi R&D

Keputusan investasi dalam R&D membutuhkan kelonggaran finansial. *Slack* (kelonggaran) dalam perusahaan memainkan peran penting, karena ketersediaan sumber daya memungkinkan manajemen perusahaan untuk mengalokasikan untuk berbagai aktivitas. *Corporate slack* merupakan kemampuan perusahaan yang ditunjukkan dengan ketersediaan sumber daya yang dapat digunakan dan mencapai seperangkat sasaran. Menurut Thompson (1967) *corporate slack* merupakan kelonggaran sumber daya yang memungkinkan perusahaan untuk melakukan eksperimen dan memperluas jangkauan fokus strategis. Dengan kata lain kelonggaran sumber daya perusahaan dapat menciptakan dan meningkatkan keterlibatan perusahaan dalam berbagai kegiatan inovasi dan pengembangan perusahaan.

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 peserta dan seringkali konflik. Dalam konteks ini, *slack* menyediakan pembayaran kepada masing-masing anggota koalisi yang melebihi apa yang diperlukan untuk mempertahankan organisasi Cyert dan March (1963), sehingga ketersediaan *financial slack* memainkan peran sebagai resolusi konflik. Kondisi ini memberikan keleluasaan bagi manajemen untuk melakukan pengembangan perusahaan.

Keputusan investasi juga sangat tergantung dengan struktur modal perusahaan. Struktur modal yang banyak menggunakan sumber internal memiliki resiko yang rendah, sehingga memberikan peluang investasi. Hal ini sesuai dengan *pecking order* dalam Teori Struktur Modal, dimana perusahaan lebih mengutamakan sumber dana internal dalam keputusan investasi (Myers, 1984). Dalam Teori *Pecking Order*, Myers (1984) pertama kali menyebutkan konsep *financial slack* mengacu pada kas dan setara kas perusahaan dan kewajiban bebas risiko. Dengan *financial slack* menunjukkan adanya ketersediaan modal internal dapat mengurangi ketergantungan dana eksternal dengan biaya tinggi.

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. Seandainya modal internal terbatas maka perusahaan akan mengambil dana eksternal yang berbeda untuk meminimalkan biaya informasi asimetris. *Pecking Order* yang dihasilkan dari pembiayaan adalah 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 yang berisiko.

Perusahaan yang memiliki kelonggaran finansial rendah, terpaksa menurunkan investasi dan lebih rentan terhadap penurunan ekonomi karena perusahaan harus secara optimal berusaha menjaga *financial slack* yang rendah (Rampini dan Viswanathan, 2010). Ketika perusahaan memiliki kas yang relatif rendah dan kapasitas hutangnya sudah habis, akan membatasi perusahaan untuk melakukan investasi dan pengembangan. Perusahaan yang memiliki keterbatasan finansial akan membatasi investasi dan pengembangan serta secara efektif menolak risiko untuk melindungi nilai perusahaan (Froot & Scharfstein, 1993). Oleh karena itu perusahaan yang akan melakukan investasi dan pengembangan pengembangan membutuhkan ketersediaan kas yang memadai dan melampaui kewajiban jangka pendek (*current liabilities*). Sehingga dapat disimpulkan bahwa *financial slack* yang ditunjukkan dengan kelebihan kas diatas kewajiban jangka pendek mendorong peluang bagi perusahaan untuk melakukan investasi R&D.

Kelonggaran (*slack*) perusahaan dapat dilihat dari pondasi sumber daya aktual atau potensial yang memungkinkan sebuah perusahaan menyesuaikan diri dengan tekanan internal untuk penyesuaian atau tekanan eksternal untuk perubahan kebijakan, serta untuk memulai perubahan strategi sehubungan dengan *lingkungan eksternal* (Bourgeois, 1981). *Slack* juga merupakan cadangan yang dapat disimpan pada tingkat

tertentu, dan dapat digunakan pada saat terjadi kasus penurunan ekonomi atau periode, dimana perusahaan membutuhkan dana untuk kegiatan lainnya (Sharfman, et al., 1988). Oleh karena itu ketersediaan sumber daya yang longgar (*slack*), memungkinkan perusahaan untuk melakukan pengembangan melalui kegiatan *research and development* (R&D) yang diharapkan dapat meningkatkan daya saing perusahaan.

Financial slack merupakan kas dan surat berharga perusahaan yang tidak terpakai. Kondisi ini yang menjadikan perusahaan tidak akan menerbitkan utang atau sekuritas yang beresiko dalam mendanai investasi. *Financial slack* diukur menggunakan *free cash flow* yang menjadi perusahaan memiliki kemampuan melakukan investasi berdasarkan likuiditas yang dimiliki. Kondisi keuangan baik menjadi faktor penting yang dapat mendukung intensitas dan keberhasilan R&D. Hal ini dibuktikan dengan hasil penelitian empiris yang menunjukkan bahwa, investasi *research and development* (R&D) dipengaruhi kinerja keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investasi R&D dipengaruhi oleh *cash flow* (Chua et al., 2016; dan Lee dan Choi, 2015); dipengaruhi oleh *current ratio* (Shin dan Kim, 2014; dan Chua et al., 2016). Keterbatasan finansial lebih mungkin untuk menunda atau menghentikan proyek R&D (Li, 2011).

Financial slack yang merupakan kelebihan sumber daya keuangan dari beberapa kebutuhan yang dapat diperkirakan, juga potensial mendukung kegiatan R&D. Analisis teoretis menunjukkan bahwa satu solusi untuk mengoptimalkan *financial slack* digunakan untuk pengeluaran penelitian dan pengembangan (Lewis dan

Lewis, 2013). Demikian halnya dengan hasil penelitian Ashwin et al., (2016) yang menyatakan bahwa, kelebihan finansial (*financial slack*) berpengaruh terhadap intensitas R&D. Sebaliknya keterbatasan keuangan (*financial distress*) akan mempengaruhi keputusan investasi bahkan dapat berdampak negatif (Favara et al., 2017). Investasi R&D pada perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang tinggi dapat berdampak pada peningkatan resiko perusahaan (Chen et al., 2016).

Dengan demikian, berdasarkan berbagai kajian teori dan temuan tersebut dapat disimpulkan bahwa *financial slack* dalam kondisi struktur modal internal yang tinggi atau *leverage* yang rendah dapat meningkatkan intensitas investasi R&D. Perusahaan yang akan melakukan investasi dan pengembangan pengembangan membutuhkan ketersediaan kas yang memadai yang melampaui kewajiban jangka pendek. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *financial slack* yang ditunjukkan dengan kas yang melampaui kewajiban jangka pendek tidak akan menghambat operasional rutin perusahaan dapat mendorong peluang bagi perusahaan untuk melakukan investasi R&D, yang dirumuskan dalam hipotesis, sebagai berikut:

H₁ : *Financial slack* berpengaruh positif terhadap investasi *research and development* (R&D)

3.8. Corporate Governance, Financial Slack dan Investasi R&D

Dalam Teori *Pecking Order*, Myers, (1984) pertama kali menyebutkan bahwa, konsep *financial slack* mengacu pada kas dan setara kas perusahaan dan kewajiban bebas risiko. Dengan *financial slack* menunjukkan adanya ketersediaan kas yang memadai dan melebihi kebutuhan operasional rutin perusahaan serta dapat mengurangi

ketergantungan dana eksternal dengan biaya tinggi. *Financial slack* yang dimotivasi oleh fleksibilitas keuangan, dapat mendorong perusahaan untuk memenuhi permintaan investasi di masa depan (Wang, 2014). *Financial slack* diharapkan efektif dapat mendukung keputusan investasi penelitian dan pengembangan. Hal ini sangat beralasan, mengingat kelonggaran finansial yang dimiliki perusahaan memungkinkan perusahaan untuk melakukan berbagai keputusan pengembangan.

Para ahli Teori Agensi memandang perusahaan sebagai badan hukum independen dan ada tujuan yang saling bertentangan antara prinsipal dan ag(Fama, 1980). Mereka berpendapat bahwa mempertahankan kelonggaran sumber daya (*slack*) hanya akan bermanfaat bagi manajer bertindak sebagai agen. *Resource slack* juga menyebabkan masalah keagenan, menyebabkan efisiensi rendah, menghambat pengambilan risiko, dan mengurangi kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Financial slack juga dapat mendorong perusahaan mengejar peluang investasi bebas yang memiliki nilai bersih yang positif dan tidak khawatir tentang masalah risiko (Zhong, 2011). Namun keberadaan finansial yang longgar juga dapat menciptakan perilaku *moral hazard*, dengan menggunakan kelonggaran finansial tersebut dalam berbagai kepentingan pribadi. Kelonggaran finansial menunjukkan adanya *free cash flow*. *Free cash flow* potensi menciptakan konflik keagenan, karena penggunaan untuk aktivitas yang tidak menguntungkan (Jensen, 2001).

Investasi R&D yang merupakan investasi beresiko tinggi, membutuhkan adanya ketersediaan *financial slack*. Namun *financial slack* juga mendorong manajer

perusahaan mempertahankan untuk untuk kepentingan mereka sendiri. Oleh karena itu keberadaan *financial slack* membutuhkan dukungan *corporate governance* untuk memperluas investasi masa depan, sehingga dapat memperluas skala kontrol pengelola aset perusahaan (Wang, 2014).. Dengan demikian ketersediaan kelonggaran finansial (*financial slack*) perlu didukung mekanisme kontrol yang memadai.

Corporate governance merupakan prinsip untuk mengarahkan dan mengawasi perusahaan dalam menyeimbangkan kekuatan dan kekuasaan perusahaan dalam akuntabilitas terhadap *shareholders* maupun *stakeholders* secara umum (Jensen & Meckling, 1976). Mekanisme kontrol terbukti efektif mendorong keputusan investasi R&D. Hasil penelitian mekanisme *Corporate governance* dalam bentuk *board size* dan *independent director* berpengaruh terhadap R&D walaupun dalam kondisi keterbatasan finansial (Ashwin et al., 2016a). Perusahaan yang menghadapi resiko keuangan yang ditunjukkan dengan volatilitas penjualan maupun *return* cenderung pasif dalam investasi R&D (Lee dan Choi, 2015). Perusahaan yang kurang inovatif, disebabkan adanya kendala arus kas, sehingga berpengaruh negatif terhadap investasi R&D (Lee dan Choi, 2015).

Struktur kepemilikan juga dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol atas kebijakan manajemen. Mekanisme *corporate governance* dalam bentuk struktur kepemilikan secara positif memoderasi hubungan antara *financial slack* dengan investasi penelitian dan pengembangan, namun kepemilikan investor dalam negeri dan investor asing secara negatif memoderasi hubungan tersebut. Hasil ini menunjukkan

bahwa perbedaan jenis kepemilikan sangat berperan dalam meningkatkan pemahaman kita tentang sifat hubungan antara *financial slack* dan investasi R&D (Kim, Kim, dan Lee, 2008). Sehingga dibutuhkan mekanisme *corporate governance*, yang mampu menyeimbangkan kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham

Keberadaan *financial slack* dapat memberikan keleluasaan manajemen untuk mengembangkan perusahaan. Namun disisi lain dapat menciptakan potensi perilaku *moral hazard* yang dapat merugikan perusahaan. Penerapan mekanisme *corporate governance* dibutuhkan untuk pemantauan tindakan manajerial dan mencegah potensi munculnya *moral hazard* (Cleary, 1999). Hal ini linier dengan pendapat, Jensen dan Meckling (1976), terkait hubungan *principal* dan agen. Disisi lain manajer cenderung menghindari investasi R&D yang banyak mengandung resiko. Oleh karena itu ketersediaan *financial slack* perlu didukung dengan tata kelola yang baik, melalui berbagai mekanisme *corporate governance*. *Corporate governance* diharapkan dapat mendorong manajemen untuk memanfaatkan *financial slack* untuk pengembangan perusahaan, dalam bentuk investasi R&D. *Corporate governance* juga mengatur hak dan kewajiban agen dan prinsipal, sehingga kegagalan R&D tidak selalu dibebankan kepada agen, kalau mekanismenya sudah dilakukan dengan benar. Sehingga *corporate governance* dapat mendorong manajemen untuk melakukan investasi R&D dan dapat menghindari perilaku *moral hazard*

Dari berbagai temuan tersebut menunjukkan bahwa *financial slack* akan efektif meningkatkan keputusan investasi R&D, apabila didukung mekanisme *corporate governance* yang memadai, sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Corporate governance* memperkuat pengaruh *financial slack* terhadap investasi R&D

3.9. *Financial Slack* dan Kinerja Perusahaan

Teori Perilaku Organisasi menunjukkan bahwa *financial slack* memungkinkan perusahaan melakukan pengembangan dan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. 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 kali terjadi konflik. Dalam konteks ini, *slack* menyediakan pembayaran kewajiban kepada masing-masing anggota koalisi yang melebihi apa yang diperlukan untuk mempertahankan organisasi Cyert dan March (1963), sehingga ketersediaan *financial slack* memainkan peran sebagai resolusi konflik. Disisi lain kelonggaran finansial juga dapat mengurangi kegiatan yang tidak perlu bagi organisasi (Moch dan Pondy, 1977). Dengan demikian, *financial slack* merupakan sinyal bagi investor bahwa perusahaan memiliki kemampuan finansial yang dapat membayar kewajiban pada *stakeholder*, terutama pemegang saham dalam bentuk deviden. Ketersediaan *Financial slack* dapat menjadikan perusahaan mampu meminimalkan biaya koordinasi dalam perusahaan sehingga direspon positif oleh pasar.

(Cohen et al., 1972) menyatakan bahwa *slack* sebagai faktor penting bagi perusahaan dengan memberikan penyangga antara bagian-bagian organisasi. *Slack* dapat dimanfaatkan secara diskresioner untuk merebut peluang potensial (George, 2005). *Slack* merupakan kumpulan sumber daya dalam organisasi yang melebihi dari minimum yang diperlukan untuk menghasilkan tingkat *output* organisasi tertentu. Teori *Pecking Order*, Myers, (1984) pertama kali menyebutkan bahwa konsep kelonggaran keuangan, mengacu pada kas dan setara kas perusahaan dan kewajiban bebas risiko. *Financial slack* bertindak sebagai penyangga yang memfasilitasi perusahaan untuk menyesuaikan strategi mereka agar dapat beradaptasi dengan lingkungan Bougeois dan Singh (1983), . Menurut Teori Organisasi, *slack* sumber daya meskipun berdampak pada biaya, akan tetapi dapat memperkuat inti teknis perusahaan dan meningkatkan kinerja perusahaan (Cyert dan March, 1963; Pfeffer dan Salancik, 1986; dan Thompson, 1976).

Studi empiris dalam literatur kinerja menunjukkan bahwa *slack* secara langsung mempengaruhi kinerja (Nohria dan Gulati, 1996) Demikian halnya dengan hasil penelitian Daniel et al (2004) menunjukkan bahwa *financial slack* memiliki efek positif pada kinerja perusahaan. Love dan Nohria (2005) dalam penelitiannya, menunjukkan bahwa perampangan dapat mengarah pada peningkatan kinerja perusahaan yang memiliki *financial slack* yang tinggi. Temuan empiris dari perusahaan publik dan argumen Teori Perilaku Organisasi, menunjukkan bahwa *financial slack* pengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan (George, 2005).

Keberadaan konsep *financial slack* dapat menjadi sinyal bagi pasar, akan adanya prospek perusahaan dimasa depan. Kelonggaran finansial (*financial slack*) memberikan sinyal bagi investor, bahwa perusahaan potensi dapat memenuhi kewajiban terhadap *stakeholders*, terutama pada *shareholder* dalam bentuk pembayaran dividen. Kondisi tersebut, menjadikan keberadaan *financial slack* dapat direspon positif oleh pasar dalam bentuk kenaikan harga saham

Berbagai kajian teori dan empiris tersebut dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki kelonggaran finansial, menunjukkan sinyal adanya keleluasaan perusahaan memanfaatkan peluang investasi yang tidak berdampak signifikan terhadap resiko kesulitan finansial. Oleh karena itu ketersediaan finansial yang memadai dapat direspon positif oleh investor dalam bentuk kenaikan harga saham. Sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: *Financial Slack* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

3.10. *Corporate governance*, *Financial Slack* dan Nilai perusahaan (Tobins' Q)

Corporate governance merupakan prinsip untuk mengarahkan dan mengawasi perusahaan dalam menyeimbangkan kekuatan dan kekuasaan perusahaan dalam akuntabilitas terhadap *shareholders* maupun *stakeholders* secara umum (Jensen & Meckling,1976). *Corporate governance* diperlukan untuk mengurangi konflik keagenan, karena adanya pemisahan kepemilikan dengan manajemen.

Para ahli Teori Agensi memandang perusahaan sebagai badan hukum independen dan ada tujuan yang saling bertentangan antara pelaku dan agen (Fama, 1980). Teori Agensi secara eksplisit menolak argumen ahli Teori Perilaku organisasi tentang *source slack*. Prinsip Teori Perilaku menyatakan bahwa, *financial slack* dapat memainkan peran sebagai resolusi konflik (Cyert dan March, 1963). Ketersediaan dana mendorong perusahaan untuk bereksperimen dengan strategi baru (Hambrick dan Snow 1977). Disisi lain kelonggaran dana juga dapat mengurangi perilaku yang tidak perlu bagi organisasi Moch dan Pondy (1977). Dengan demikian, *financial slack* meminimalkan biaya koordinasi dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Teori Agency berpendapat bahwa mempertahankan kelonggaran sumber daya (*slack*) hanya akan bermanfaat bagi manajer yang bertindak sebagai agen (Jensen dan Meckling, 1976). *Slack* sumber daya memungkinkan manajemen untuk melakukan investasi berlebihan atau proyek bernilai negatif (Tan & Peng, 2003). Mereka mengklaim bahwa *financial slack* menyebabkan masalah keagenan, menyebabkan efisiensi rendah, menghambat pengambilan risiko, dan mengurangi kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Agency Theory juga menyatakan bahwa dengan keberadaan modal eksternal membutuhkan *return* yang tinggi, sehingga membutuhkan biaya agensi. Biaya agensi dibutuhkan untuk pemantauan tindakan manajerial dan potensi munculnya *moral hazard* (Cleary, 1999). Hal ini linier dengan pendapat Jensen dan Meckling (1976),

terkait hubungan principal dan agen. Keberadaan *financial slack* dapat memberikan keluasan manajemen untuk mengembangkan perusahaan, Namun disisi lain dapat menciptakan potensi perilaku *moral hazard* yang dapat merugikan perusahaan. Oleh karena itu ketersediaan *financial slack* perlu didukung dengan tata kelola yang baik, melalui berbagai mekanisme *corporate governance*. *Corporate governance* diharapkan dapat mendorong manajemen untuk memanfaatkan *financial slack* untuk pengembangan perusahaan, sehingga direspon positif oleh pasar.

Financial slack juga mendorong manajer perusahaan mempertahankan untuk kepentingan mereka sendiri. Oleh karena itu keberadaan *financial slack* membutuhkan dukungan *corporate governance* untuk memperluas investasi masa depan, sehingga dapat memperluas skala kontrol pengelola aset perusahaan (Wang, 2014).. Temuan empirik menunjukkan bahwa hubungan antara kelonggaran finansial dan kinerja perusahaan, berbeda di berbagai sistem tata kelola perusahaan (Lee, 2012). Dengan demikian *corporate governance* berperan dalam hubungan antara *financial slack* dengan kinerja perusahaan. Dampak *Financial slack* pada masing-masing negara menunjukkan pengaruh yang tidak konsisten. Hal ini dimungkinkan oleh sistem tata kelola yang berbeda, Misalnya pada suatu negara terjadi perubahan tata kelola perusahaan dari perusahaan privat menjadi perusahaan terbuka. Disisi lain temuan tersebut mengabaikan pengamatan pemanfaatan *financial slack* untuk kegiatan investasi R&D yang memiliki dampak yang berbeda terhadap kinerja perusahaan (Dagostim et al., 2017)

Keberadaan *financial slack* dapat memberikan keleluasan manajemen untuk mengembangkan perusahaan. Namun disisi lain dapat menciptakan potensi perilaku *moral hazard* yang dapat merugikan perusahaan. Kelonggaran finansial menunjukkan adanya *free cash flow*. *Free cash flow* potensi menciptakan konflik keagenan, karena penggunaan untuk aktivitas yang tidak menguntungkan (Jensen, 2001). Untuk meminimumkan terjadinya tindakan *opportunistic* manajemen dan perilaku *moral hazard*, terkait dengan *financial slack*, maka perusahaan perlu menerapkan mekanisme *good corporate governance*. Mekanisme *good corporate governance* dilakukan untuk memastikan bahwa pemilik atau pemegang saham memperoleh pengembalian (*return*) dari berbagai keputusan yang dijalankan oleh agen atau manajer (Schleifer dan Vishny, 1997)..

Berdasarkan kajian tersebut, menunjukkan bahwa *corporate governance* dapat mempengaruhi hubungan *financial slack* dengan kinerja perusahaan. maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H4: *Corporate governance* memperkuat pengaruh *financial slack* terhadap nilai perusahaan

3.11. **Investasi R&D dan Nilai perusahaan**

Penelitian dan Pengembangan (R&D) merupakan istilah yang biasa digunakan untuk menggambarkan kegiatan yang dilakukan oleh perusahaan dan entitas lain, seperti pengusaha perorangan untuk menciptakan produk dan proses baru atau yang lebih baik (Hall dan Scobie, 2006). Dalam pengertian yang lebih luas kegiatan R&D

mencakup kegiatan dari penelitian ilmiah dasar yang dilakukan di universitas dan laboratorium sepanjang untuk menguji dan menyempurnakan produk atau jasa sebelum dijual atau digunakan secara komersial.

Kegiatan penelitian dan pengembangan (*research and development*) merupakan kegiatan yang berperan dalam sebuah inovasi dan memiliki kepentingan komersial dalam kaitannya dengan riset ilmiah murni dan perkembangan aplikatif di bidang teknologi. *Research and development* juga merupakan faktor yang sangat penting dalam penciptaan pengetahuan, produk dan teknologi yang telah diakui (Szarowská, 2017). Proses panjang dalam R&D dapat menghasilkan produk atau jasa baru yang memungkinkan perusahaan untuk membedakan diri dari perusahaan lain (Başgoze & Sayin, 2013). Demikian halnya menurut (Rao, Yu, dan Cao, 2013) yang menyatakan bahwa kegiatan *R&D* memerlukan proses yang panjang dan berisiko tinggi pada pengembalian investasi.

Pendapat lain menyatakan bahwa Investasi R&D merupakan pengembangan produk atau layanan baru yang memiliki ketidakpastian besar terhadap probabilitas keberhasilan di masa depan. Kondisi tersebut cukup beralasan mengingat penelitian dan pengembangan memiliki konsekuensi pengeluaran yang cukup besar dan tidak berwujud. Kegiatan R&D juga membutuhkan waktu penyelesaian yang panjang sampai aplikasi komersial dan menghasilkan arus kas. Oleh karena itu sebagian besar perusahaan membebankan biaya penelitian dan pengembangan pada tahun terjadinya (Ghosh, Moon, dan Tandon, 2007)

Menurut Bae dan Kim, (2003), *Research and development* juga merupakan sebuah proses untuk dapat menciptakan nilai bagi perusahaan, dimana keunggulan kompetitif yang dihasilkan perusahaan, dapat digunakan sebagai strategi diferensiasi yang menciptakan produk baru atau proses yang sulit ditiru oleh para pesaing dan menciptakan ekuitas merek. Sehingga *R&D* dilakukan sebagai suatu strategi perusahaan untuk memperoleh keunggulan kompetitif yang berkelanjutan. Pengeluaran kegiatan penelitian dan pengembangan juga merupakan salah satu indikator kinerja perusahaan, industri dan negara, yang paling banyak digunakan (Başgoze & Sayin, 2013). Pengukuran pengeluaran penelitian dan pengembangan dinyatakan dengan ukuran relatif terhadap total penjualan laba bersih, jumlah dividen, atau nilai buku ekuitas (Chan, Lakonishok, dan Sougiannis, 2001).

Pertumbuhan ekonomi suatu negara juga dapat dikaitkan dengan jumlah investasi. Kondisi tersebut akan tercapai pada saat negara bersedia untuk mengalokasikan sumberdayanya untuk *research and development*. Dengan demikian, banyak negara fokus pada bagaimana bersaing dalam R & D global melalui kebijakan ekonomi. Di sisi lain R&D sebagai wujud inovasi dapat menjadi penentu penting keberlangsungan dan keunggulan perusahaan (Chua *et al.*, 2016).

Investasi R&D juga merupakan komitmen manajemen perusahaan untuk memperoleh pengetahuan, metode dan ketrampilan baru yang dapat meningkatkan produktivitas perusahaan. Perusahaan yang proaktif melakukan pengembangan perusahaan melalui R&D akan direspon positif oleh pasar. Menurut (Bae dan Kim,

2003) *R&D* juga merupakan sebuah proses untuk dapat menciptakan nilai bagi perusahaan, dimana keunggulan kompetitif yang dihasilkan perusahaan, dapat digunakan sebagai strategi diferensiasi yang menciptakan produk baru atau proses yang sulit ditiru oleh para pesaing dan menciptakan ekuitas merek. Dengan demikian investasi *R&D* merupakan sinyal positif bagi investor akan adanya prospek dan keunggulan kompetitif perusahaan.

Investasi *R&D* yang dilakukan perusahaan menjadi sinyal, bahwa perusahaan dalam kondisi keuangan yang baik. Hal ini didasarkan pada pendapat yang menyatakan bahwa investasi *R&D* yang besar hanya dapat dilakukan oleh perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang baik. Investasi *R&D* merupakan sinyal yang efektif, akan adanya tingkat aliran kas perusahaan (Miller dan Rock (1985); dan (Ambarish, John, & Williams, 1987). Keputusan investasi *R&D* merupakan sinyal yang diberikan manajer pada pihak eksternal (investor dan kreditor) yang mengindikasikan adanya prospek pengembangan usaha ke depan. Menurut Spence (1973) menyatakan bahwa pengeluaran investasi merupakan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Teori Signal pertama dipopulerkan oleh Ross, (1977), yang menyatakan bahwa informasi keuangan merupakan *signal* atau tanda bahwa perusahaan juga telah beroperasi dengan baik. Dorongan dalam memberikan sinyal timbul karena adanya informasi asimetris antara perusahaan (manajemen) dengan pihak luar, dimana investor

mengetahui informasi internal perusahaan yang relatif lebih sedikit dan lebih lambat dibandingkan pihak manajemen. Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan yang positif dalam volume perdagangan saham.

Dalam perspektif teori agensi, menyatakan bahwa biaya agensi dapat diminimalkan melalui pengungkapan sukarela, untuk mengurangi asimetri informasi. Pengungkapan informasi oleh agen, dapat berupa informasi yang dengan mudah dipahami oleh investor atau dalam bentuk sinyal. Sinyal merupakan atribut yang berharga, langka, tak dapat ditiru dan tidak dapat disubstitusikan dapat melebihi biaya kompetitif untuk melaporkan informasi tersebut. Sehingga sinyal tersebut dapat menjadi pembeda kualitas perusahaan.

Investasi R&D merupakan investasi yang mampu menghasilkan pengetahuan, ketrampilan dan teknologi baru. Dengan demikian 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 juga merupakan investasi yang cukup beresiko, karena memiliki konsekuensi jangka panjang (Li, 2011). Sebagian kecil perusahaan yang memiliki kemampuan melakukan R&D, mengingat investasi tersebut membutuhkan dukungan dana yang memadai. Menurut Wang, Liang, Li, dan Yang (2016), ketersediaan dana menjadi faktor utama yang menentukan keberhasilan R&D. Arus kas juga menentukan keberhasilan investasi R&D (Brown et al., 2013; Chua et al., 2016; dan Lee dan Choi, 2015). Perusahaan yang melakukan investasi R&D mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kondisi keuangan yang baik dan memiliki prospek yang baik di masa depan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa, investasi R&D dapat menjadi sinyal keberadaan keuangan perusahaan dan prospek perusahaan yang baik. Sinyal ini mendorong investor untuk mempertahankan saham perusahaan tersebut atau mendorong calon investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Sehingga investasi R&D berdampak pada peningkatan nilai perusahaan

Hasil penelitian empiris juga menunjukkan bahwa keputusan Investasi R&D berdampak terhadap peningkatan *return* saham (Ahmed dan Falk, 2009; Artz, et al., 2010; Brown, 2012; Chen et al., 2016; dan Wang et al., 2016b). Intensitas R&D juga berpengaruh terhadap peningkatan nilai pasar (Ahmed & Falk, 2009; Beld, 2014); Vanderpal, 2015). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa, investasi *research and development* dapat dijadikan sinyal adanya ketersediaan dana yang memadai dan prospek keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Investasi R&D akan

mendapat respon positif dari investor yang ditunjukkan dengan peningkatan nilai pasar, sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅ : Investasi *research and development* (R&D) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3.12. *Corporate governance*, Investasi R&D dan Nilai perusahaan (Tobins' Q)

Research and development perusahaan diharapkan dapat meningkatkan *performance* perusahaan. Dengan R&D perusahaan memperbaiki keunggulan kompetitif dapat direspon dengan baik oleh *stakeholders*. *Research and development* juga merupakan faktor sangat penting dalam penciptaan pengetahuan, produk dan teknologi yang telah diakui (Szarowská, 2017). Dalam teori keagenan, masalah *free cash flow*, mendorong manajer untuk memilih keputusan investasi pengembangan, meskipun dengan NPV negatif dari pada membagi deviden. Bukti empirik menunjukkan bahwa investasi R & D berpengaruh negatif terhadap reputasi perusahaan. Demikian hal dengan inovasi perusahaan yang menekankan pada tanggung jawab sosial juga berpengaruh negatif terhadap reputasi perusahaan, walaupun lemah (Padgett dan Moura-Leite, 2012).

Banyak perusahaan cenderung menghindari resiko terkait dengan keputusan investasi R&D yang cukup beresiko. Namun apabila ada kesesuaian tujuan *stakeholders* dan tujuan ekonomi, akan memiliki dampak yang berbeda (Chrisman dan Patel, 2012).

Disisi lain investasi R&D yang tidak didukung atau menghasilkan kemanfaatan tidak akan direspon oleh *stakeholders* (Padgett dan Moura-Leite, 2012). Hal ini terutama terjadi pada industri yang inovatif. Pada industri yang lain dimungkinkan memiliki implikasi yang berbeda, baik terhadap reputasi maupun kinerja keuangan. Sementara bukti empiris lain menunjukkan bahwa pengeluaran R&D berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan (Andersen dan Dejoy, 2011).

Investasi R&D akan berhasil apabila didukung mekanisme kontrol yang baik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* mendukung intensitas investasi R&D (Ashwin et al., 2016a). Demikian halnya hasil penelitian Chen et al (2016), menunjukkan bahwa *corporate governance* memoderasi pengaruh investasi R&D terhadap *return* saham.

Investasi R&D yang dilakukan perusahaan yang didukung dengan mekanisme *corporate governance* yang efisien, menjadi sinyal, bahwa perusahaan dalam kondisi keuangan yang baik. Hal ini didasarkan pada pendapat yang menyatakan bahwa investasi R&D yang bersiko hanya dapat dilakukan oleh perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang baik. Investasi R&D merupakan sinyal yang efektif, akan adanya tingkat aliran kas perusahaan (Miller dan Rock, 1985); dan Ambarish, John dan Williams, 1987). Investasi juga dapat dilakukan sebagai strategi manajemen dalam melakukan kebijakan yang hanya menguntungkan diri sendiri. Dengan *corporate governance* yang efisien dapat meningkatkan sinyal bahwa kebijakan manajemen

menunjukkan sinyal akan adanya kondisi keuangan yang baik bukan sebagai bentuk *moral hazard* manajemen.

Corporate governance merupakan mekanisme kontrol atas kebijakan perusahaan. Dengan mekanisme kontrol yang baik akan memastikan informasi yang dilakukan perusahaan merupakan informasi yang benar dan relevan untuk pengambilan keputusan. Sehingga kebijakan perusahaan terkait dengan keputusan investasi *research and development* yang merupakan sinyal yang baik bagi perkembangan atau prospek usaha ke depan.

Tata kelola perusahaan yang baik, yang ditunjukkan dengan kepemilikan institusional dan kepemilikan CEO memoderasi efek keterkaitan teknologi pada kinerja R & D dan mempengaruhi kecenderungan CEO untuk mengambil risiko (Chen, 2014). Dengan demikian investasi R&D yang didukung dengan mekanisme *corporate governance* yang efisien dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Dari berbagai temuan tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi R&D akan dapat meningkatkan nilai perusahaan, apabila didukung dengan mekanisme *corporate governance*, sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆: *corporate governance* memperkuat pengaruh investasi R&D terhadap nilai perusahaan

3.13. Dampak Ukuran dan Umur terhadap investasi R&D

Salah satu langkah paling kritis dalam mengelola perusahaan adalah mengambil keputusan untuk menggunakan sumber daya internal atau *outsourcing* yang dapat meningkat menjadi sumber daya unik (Barney, 1991). Sumber daya

perusahaan meliputi fisik, keuangan, manusia dan teknologi. Semakin besar perusahaan yang ditunjukkan dengan banyak sumber daya manusia dan pengalaman yang diwujudkan dengan durasi aktivitas operasi perusahaan mendukung investasi R&D (Yildiz, et al., 2013). Perusahaan besar lebih aktif dalam R & D dan umur serta faktor eksternal dalam bentuk lokasi perusahaan juga berpengaruh terhadap investasi R&D yang lebih tinggi (Lee et al., 2011). Demikian sebaliknya perusahaan kecil dengan jumlah karyawan terbatas mempengaruhi rendahnya intensitas R&D.

Size dan group afiliasi berpengaruh terhadap investasi R&D (Ashwin, Krishnan dan George, 2016). Peningkatan Investasi R&D dapat terjadi pada perusahaan yang *corporate governance* yang baik, terutama pada perusahaan yang memiliki durasi operasi yang lebih lama. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran dan umur perusahaan berdampak terhadap intensitas R&D

3.14. Dampak Ukuran dan Umur terhadap Nilai perusahaan

Hubungan R&D terhadap nilai perusahaan menunjukkan menunjukkan hubungan yang tidak pasti, ukuran dan umur perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peningkatan kinerja perusahaan (Sougianis, 2011). Pengeluaran R&D berpengaruh terhadap *market value* dan perusahaan besar memiliki pengaruh yang lebih tinggi nilai pasar (Andersen dan Dejoy, 2011). Ukuran perusahaan memperkuat pengaruh investasi R&D terhadap kinerja perusahaan (Ayaydin, 2014). Investasi tidak berpengaruh terhadap *financial return*, tetapi *return* dapat meningkat pada perusahaan besar (Hsu et al., 2013). Perusahaan besar juga cenderung memiliki sumber daya cukup melakukan investasi R&D, sehingga perusahaan besar cenderung

memiliki kinerja keuangan yang lebih baik (Zhu dan Huang, 2012). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan dapat disebabkan oleh besarnya sumber daya yang dimiliki perusahaan serta pengalaman yang ditunjukkan dengan durasi operasional perusahaan

