

BAB VI

KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan untuk mengatasi ketidakkonsistenan pengaruh investasi R&D terhadap nilai perusahaan, dengan melibatkan peran *corporate governance* dengan ukuran tunggal (*corporate governance efficiency*) sebagai *moderating variable*. Selain itu penelitian ini juga dilakukan untuk mengatasi kegagalan *financial slack* dalam bentuk ketersediaan dana yang memadai dalam mempengaruhi investasi R&D dan nilai perusahaan dalam kondisi *leverage* yang tinggi menjadi perdebatan dari sudut pandang Teori Perilaku Organisasi dan Teori Agensi. Dalam mengatasi kegagalan peran *financial slack* tersebut, penelitian ini melakukan pendekatan pengukuran *financial slack* dengan ketersediaan dana di atas kebutuhan operasional rutin perusahaan (*net working capital ratio*).

Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat bagi investor maupun manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi R&D yang berdampak terhadap nilai perusahaan. Dari hasil analisis peran *financial slack* dan *corporate governance* terhadap investasi R&D serta dampaknya terhadap nilai perusahaan diperoleh kesimpulan, implikasi dan keterbatasan sebagai berikut:

6.1. Kesimpulan

- a. *Financial slack* berpengaruh positif signifikan terhadap investasi R&D. Hal ini menunjukkan ketersediaan finansial yang melebihi kebutuhan operasional perusahaan dapat mendorong manajemen dalam melakukan kebijakan investasi R&D.
- b. *Corporate governance yang efisien* tidak dapat memoderasi secara signifikan pengaruh positif *financial slack* terhadap investasi R&D. Hal ini, menunjukkan, *corporate governance efficiency* di Indonesia tidak efektif, menjadi mekanisme yang mampu mendorong manajemen untuk memanfaatkan ketersediaan finansial untuk melakukan investasi R&D

- c. *Financial slack* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q). Hal ini menunjukkan, ketersediaan finansial tidak mampu memberi sinyal akan kondisi keuangan perusahaan yang baik, sehingga tidak direspon positif oleh pasar dalam bentuk peningkatan nilai perusahaan.
- d. Investasi R&D berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q). Hal ini menunjukkan bahwa investasi R&D dianggap sebagai informasi yang memberikan sinyal akan adanya prospek perusahaan yang baik dimasa yang akan datang. Sehingga kebijakan tersebut direspon positif oleh pasar
- e. *Corporate governance efficiency* tidak dapat memoderasi pengaruh positif *financial slack* terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q). Hal ini menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance efficiency* tidak mampu mendukung ketersediaan finansial yang menjadi sinyal ketidakefisienan, menjadi sinyal positif akan adanya kondisi keuangan perusahaan yang baik.
- f. *Corporate governance yang efisien* dapat memoderasi pengaruh positif investasi R&D terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q).
- g. *Size* berpengaruh negatif terhadap investasi R&D dan nilai perusahaan (Tobins'Q).
- h. *Age* tidak berpengaruh terhadap investasi R&D dan nilai perusahaan (Tobins'Q).

6.2. Implikasi Manajerial

Tujuan Perusahaan salah satunya adalah mensejahterakan pemegang saham. Kesejahteraan pemegang saham dapat ditunjukkan dengan peningkatan nilai perusahaan, dalam bentuk harga saham, *Tobins'Q*, *price earning ratio*, *market to book value*. Peningkatan nilai perusahaan tidak lepas dari faktor fundamental dan kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Dalam pengambilan keputusan investasi R&D perusahaan perlu mempertimbangkan ketersediaan dana terutama ketersediaan dana yang melebihi kebutuhan operasional perusahaan. Disisi lain perusahaan juga perlu

mempertimbangkan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang efisien. Dengan ketersediaan finansial dalam akan efektif meningkatkan nilai perusahaan, apabila ketersediaan finansial tersebut digunakan untuk pengembangan perusahaan dalam bentuk investasi R&D. Investasi R&D akan lebih efektif meningkatkan nilai perusahaan (Tobins'Q), apabila didukung mekanisme *corporate governance* yang efisien.

Temuan penelitian ini juga diharapkan, dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam melakukan investasi saham, dengan mempertimbangkan kondisi finansial perusahaan, yang diwujudkan dalam bentuk *financial slack* yang melebihi kebutuhan operasional perusahaan. Investor juga dapat memanfaatkan informasi investasi R&D sebagai sinyal akan adanya prospek dan kondisi perusahaan yang baik, dengan dukungan *corporate governance* yang efisien.

Investor juga perlu mempertimbangkan penerapan *corporate governance* yang efisien. Penerapan *corporate governance* yang efisien dapat menjadi sinyal bagi investor bahwa ketersediaan finansial akan dikelola dengan baik dan keputusan investasi R&D menjadi keputusan yang memberikan kemanfaatan bagi investor.

6.3. Implikasi Teori

Konsep *financial slack* dalam bentuk *net working capital ratio* yang memadukan konsep *financial slack* dari Teori Perilaku Organisasi Cyert dan March (1963) dengan Teori Pecking Order (Myers, 1984). Prinsip Teori Perilaku menyatakan bahwa, *financial slack* dalam bentuk ketersediaan dana (*Hight Discretionary Financial slack*) dapat memainkan peran sebagai resolusi konflik. Ketersediaan dana mendorong perusahaan untuk bereksperimen dengan strategi baru (Hambrick dan Snow 1977); dan dapat mengurangi perilaku yang tidak perlu bagi organisasi (Moch dan Pondy, 1977). Dengan demikian, perusahaan dapat menggunakan ketersediaan dana (*financial slack*) yang memadai, untuk meminimalkan biaya koordinasi dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Teori *Pecking Order*, Myers, (1984) menyatakan bahwa, konsep *financial slack* mengacu pada ketersediaan dana 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).

Temuan penelitian menunjukkan bahwa konsep *financial slack* dalam bentuk *net working capital*, mampu menjawab perdebatan berbagai temuan empirik dengan 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) menggunakan rasio kas dan rasio ekuitas. Sementara beberapa ahli berpendapat bahwa istilah *financial slack* dapat digunakan secara bergantian dengan menggunakan uang tunai Sharfman et al. (1988); George, (2005); Voss, et al. (2008); likuiditas (Daniel et al., 2004 dan Mcfadyen, 2009), atau leverage yang rendah (Brien, 2003).

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 *leverage* yang rendah berpengaruh positif terhadap investasi R&D (Brown et al., 2013). Oleh karena itu dalam penelitian ini, pengukuran *financial slack*, menggunakan *net working capital ratio*, yang menunjukkan ketersediaan finansial di atas kewajiban jangka pendek

Konsep *financial slack* dalam bentuk *net working capital*, terbukti berdampak positif terhadap peningkatan investasi R&D. Investasi R&D yang didasarkan akan adanya ketersediaan finansial berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan. Temuan ini menegaskan bahwa untuk melakukan investasi R&D tidak cukup, sekedar memiliki ketersediaan dana, akan tetapi ketersediaan dana yang melebihi kebutuhan operasional perusahaan. Hal ini cukup beralasan mengingat investasi R&D,

memiliki implikasi jangka panjang dan cukup beresiko. Sehingga ketersediaan dana yang digunakan untuk investasi R&D akan terikat jangka panjang, memungkinkan perusahaan mengalami kesulitan dana untuk operasional selanjutnya. Dengan ketersediaan dana memadai, yang melampaui kebutuhan operasional perusahaan, akan memberikan kelonggaran manajemen dalam melakukan investasi R&D. Namun perusahaan yang sudah memiliki kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang yang tinggi, akan mengalami kesulitan melakukan investasi R&D yang pada akhirnya akan berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan.

Temuan penelitian ini juga memberikan kontribusi terhadap perbaikan atas penelitian sebelumnya, yang menunjukkan kontroversi dampak *financial slack* terhadap keputusan investasi R&D yang menunjukkan temuan yang saling bertentangan. Perbedaan dengan penelitian sebelumnya terutama dalam pengukuran *financial slack*. Dalam penelitian sebelumnya pengukuran *financial slack* menggunakan ketersediaan kas, likuiditas dan *cash ratio*. Dalam penelitian ini pengukuran *financial slack* menggunakan *net working capital ratio*. Penggunaan ukuran tersebut dilakukan dengan pertimbangan bahwa ketersediaan finansial dalam kondisi perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi berdampak negatif terhadap keputusan investasi R&D.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa *financial slack* berbasis *net working capital* berpengaruh positif terhadap investasi R&D dan peningkatan nilai perusahaan. Artinya bahwa kelonggaran finansial tidak hanya dilihat dari ketersediaan dana, akan tetapi perlu mempertimbangkan kewajiban jangka pendek yang mampu dipenuhi.

Penelitian ini juga menggunakan konsep *corporate governance efficiency*, yang bertujuan menyeimbangkan kepentingan manajemen dan *principal*. Temuan penelitian menunjukkan bahwa konsep tersebut terbukti dapat menekan perilaku *moral hazard*, sehingga dapat mendukung *financial slack* dan investasi R&D terhadap peningkatan nilai perusahaan. Artinya *corporate governance efficiency*, dapat

menambah kepercayaan publik terhadap kebijakan manajemen terkait dengan investasi R&D. Investasi R&D yang dilakukan manajemen dan 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). Disisi lain keputusan investasi juga dapat dilakukan sebagai strategi manajemen dalam melakukan kebijakan yang hanya menguntungkan diri sendiri. Dengan *corporate governance* yang efisien, dapat menjadi sinyal yang merepresentasikan kondisi keuangan yang baik, bukan sebagai bentuk perilaku *moral hazard* manajemen.

Temuan penelitian terkait *corporate governance efficiency* ini, juga dapat menjadi solusi terhadap ketidakkonsistenan penelitian sebelumnya yang menyatakan 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). Sementara penelitian lain menunjukkan bahwa investasi R&D berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* (Nybakk dan Jenssen, 2012); dan harga saham (Chambers, 2011).

Konsep mekanisme *corporate governance efficiency* ini juga menyelesaikan ketidak konsistenan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* dapat memoderasi pengaruh investasi R&D terhadap kinerja perusahaan (He dan Wang, 2009; dan Lee, 2006). Demikian halnya *managerial incentive* sebagai bentuk mekanisme *corporate governance* juga terbukti dapat memoderasi pengaruh investasi R&D terhadap nilai perusahaan (Cheng, 2013). Sementara mekanisme *corporate governance* dalam bentuk jumlah dewan direksi tidak berpengaruh nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial berdampak negatif terhadap hubungan investasi R&D nilai perusahaan (Ren et

al., 2012). Hal ini menunjukkan konsep *corporate governance efficiency* dapat menjadi solusi atas ketidakkonsistenan peran *corporate governance* dalam mendukung pengaruh investasi R&D terhadap peningkatan nilai perusahaan. Pengukuran tunggal *corporate governance* tersebut dipercaya oleh investor sebagai sinyal, bahwa *corporate governance* mampu menyeimbangkan kepentingan *stakeholders* internal dan eksternal, sehingga direspon positif oleh investor.

Corporate governance efficiency juga terbukti dapat mengatasi ketidakkonsistenan penelitian sebelumnya yang menunjukkan tidak adanya peran *corporate governance* terhadap pengaruh R&D dan kinerja perusahaan dengan menggunakan pengukuran yang variatif, seperti: kepemilikan *group* (Hussain & Johnson, 2009); kompensasi manajemen (Zhang et al., 2014); kepemilikan institusional dan direktur independen (Lee, 2015); CEO *ownership* dan *institutional ownership* (Chen et al., 2016). Keberadaan *corporate governance efficiency* memperkuat pengaruh *financial slack* dan investasi R&D terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q)

Temuan lain menunjukkan konsep *corporate governance efficiency* tidak dapat mendukung ketersediaan *financial slack* dalam meningkatkan investasi R&D. Kegagalan tersebut dapat disebabkan oleh *corporate governance efficiency* di Indonesia masih didominasi kepemilikan institusional dan kompensasi manajemen yang cenderung menghindari investasi R&D. *Corporate governance efficiency* di Indonesia relatif rendah. Kontribusi rendahnya efisiensi *corporate governance* di Indonesia, terutama dalam bentuk kepemilikan institusional dan kompensasi manajemen. Kepemilikan institusi seharusnya memberikan kontribusi terhadap kebijakan manajemen. Dengan tingginya kepemilikan institusional yang memiliki pengalaman dan informasi luas menjadikan beban kepada manajer perusahaan (Jiang et al, 2008). Demikian halnya kompensasi manajemen yang berlebihan, seharusnya dapat mendorong keberanian mengambil risiko, namun lebih mendukung manajemen untuk menghindari risiko.

Hasil penelitian ini juga, bertentangan dengan penelitian sebelumnya, yang menunjukkan bahwa *corporate governance* yang direprestasikan dengan keberadaan *board of director, independent director, board size* dan *interlock director*, (Ashwin et al., 2016a); kepemilikan mayoritas, kepemilikan asing dan kepemilikan terkonsentrasi (Lee, 2015); *board of capital* (Chen, 2014) mempengaruhi keputusan investasi R&D. Disisi lain, penelitian ini mendukung penelitian Zhang, Chen, & Feng, (2014) yang menyatakan bahwa *corporate governance* dalam bentuk kompensasi manajemen tidak berpengaruh terhadap investasi R&D. Demikian halnya penelitian Lee, (2015) dan Chen et al., (2016) yang menyatakan bahwa CEO *ownership* dan *institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap R&D dan keberadaan direktur independen juga tidak berpengaruh terhadap investasi R&D (Lee, 2015).

Kegagalan mekanisme *corporate governance* dalam mendorong manajemen untuk melakukan investasi R&D, kemungkinan besar disebabkan oleh struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia, yang mayoritas merupakan perusahaan keluarga. Perusahaan *go public* di Indonesia, lebih dari 50% memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi, dimana kontrol terkuat ada di tangan keluarga pendiri (Diyanty, 2012; Bambang dan Marko, 2012). Model agensi perusahaan keluarga biasanya cenderung menghindari resiko dibanding perusahaan non keluarga terkait dengan keputusan investasi R&D. Perusahaan keluarga memiliki kecenderungan untuk menekan investasi R&D (Chrisman dan Patel, 2012). Secara umum kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap Investasi R&D. Pengaruh tersebut dapat berubah positif, ketika adanya peluang pertumbuhan dan akan berkurang pada perusahaan kelompok afiliasi, karena dimungkinkan akan menghilangkan kontrol keluarga (Choi, Zahra, Yoshikawa, dan Han, 2015). Hal ini sesuai dengan pendapat, La Porta et.al (1999), yang menyatakan bahwa perusahaan di Asia Timur memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi, yang merupakan kepemilikan dengan hak arus kas dan hak pengendali yang dipegang oleh pihak-pihak tertentu, seperti: keluarga, pemerintah dan

lembaga keuangan milik publik. Kepemilikan keluarga ini memiliki masalah keagenan tersendiri yang bervariasi di berbagai negara.

Kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham pengendali, mendorong keluarga untuk terlibat secara mendalam dalam mengelola perusahaan dan bahkan cenderung melakukan pengambil-alihan pemegang saham non-pengendali melalui pemberian kompensasi yang berlebihan kepada anggota keluarga yang duduk di posisi manajerial dan mempengaruhi rencana strategis perusahaan dalam pengembangan (Andersen dan Reeb, 2003). Kondisi ini menyebabkan keberadaan mekanisme *corporate governance* tidak efektif mempengaruhi manajemen dalam melakukan investasi R&D. Manajemen perusahaan lebih tunduk pada intervensi keluarga sebagai pemilik mayoritas. Oleh karena itu, diperlukan mekanisme *corporate governance* yang mampu menyeimbangkan kepentingan manajemen dan *stakeholder* lainnya, terutama di Indonesia yang kepemilikan keluarganya mayoritas. Sehingga mekanisme *corporate governance* menjadi prinsip yang mampu mengarahkan dan mengawasi perusahaan dalam menyeimbangkan kekuatan dan kekuasaan perusahaan dalam akuntabilitas terhadap *shareholders* maupun *stakeholders* secara umum (Jensen & Meckling, 1976). Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* di Indonesia belum mampu menyeimbangkan kepentingan manajemen dengan *shareholders* serta *stakeholder* lainnya. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa mekanisme *corporate governance* di Indonesia belum dapat dijadikan mekanisme yang mampu melindungi kepentingan manajemen dan *principal* serta *stakeholder* lainnya secara berimbang.

Kegagalan mekanisme *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh *financial slack* terhadap investasi R&D dan nilai perusahaan juga dapat disebabkan oleh ketidakefisienan mekanisme tersebut. Mekanisme *corporate governance* bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan yang dapat merugikan perusahaan secara finansial. Namun penerapan mekanisme *corporate governance* yang tidak

efisien juga dapat merugikan perusahaan secara finansial. Oleh karena itu mekanisme *corporate governance* akan efektif, apabila mekanisme tersebut dilakukan dengan efisien.

6.4. Keterbatasan Penelitian dan Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, karena tidak banyak perusahaan yang menginformasikan investasi R&D secara eksplisit dan menempatkan investasi R&D sebagai investasi jangka pendek. Sehingga perlu dilakukan observasi lebih dalam tentang keberadaan investasi R&D melalui observasi langsung melalui sumber primer.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat ketidakefisienan dan ketidak seimbangan mekanisme *corporate governance*. Oleh karena itu, penelitian ke depan perlu memisahkan efektivitas dan efisien *corporate governance* internal dan eksternal dalam mendukung keputusan investasi R&D. Penelitian selanjutnya juga perlu melihat dampak mekanisme *corporate governance* yang efisien dengan memasukan input, dalam bentuk kepemilikan terkonsentrasi, kepemilikan keluarga, kepemilikan asing yang banyak mewarnai perusahaan *go public* di Indonesia

Dampak *corporate governance* juga tidak mendorong peningkatan pengaruh *financial slack* terhadap investasi R&D. Oleh karena itu penelitian mendatang perlu melihat karakteristik manajer dalam pengambilan keputusan investasi R&D, mengingat keputusan investasi R&D dibutuhkan keberanian mengambil resiko.

Penelitian ini juga memiliki keterbatasan dalam analisis menggunakan data pada periode yang sama. Idealnya Investasi R&D saat ini sebagai dampak adanya *financial slack* periode sebelumnya. Disisi lain *financial slack* akan berdampak pada harga saham pada periode yang sama, sehingga data lag tidak dapat dilakukan dalam model penelitian ini.