

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Empiris

1. Penelitian Terdahulu

- a. Peggy M. Lee dan Hugh M. O'Neill (2003): *Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives*

Penelitian yang dilakukan oleh Lee dan O'Neill mencoba menguji dan membandingkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap investasi *research and development* di Perusahaan Amerika Serikat dan Jepang. Penelitian ini dimulai dengan premis bahwa perusahaan Amerika Serikat dan Jepang memiliki pola yang berbeda dari kepemilikan yang dapat mengakibatkan kesenjangan pada investasi *research and development*. Adapun variabel dalam penelitian ini adalah konsentrasi saham dan investasi *research and development* dengan mengamati perusahaan publik yang beroperasi pada tahun 1995 di tujuh industri yang berbeda yakni otomotif, kimia, komunikasi, komputer, elektronik, farmasi, dan daya. Penelitian ini menggunakan teknik analisis statistik deskriptif dan analisis regresi dengan metode 2SLS (*Two Stage Least Squares*) serta menggunakan uji t dan didapatkan hasil yang menunjukkan bahwa hubungan signifikan yang positif antara konsentrasi saham dan rasio investasi *research and development* terhadap penjualan di Amerika Serikat. Sementara di Jepang, hasil

penelitian menunjukkan bahwa meningkatnya konsentrasi tidak berpengaruh terhadap rasio investasi *research and development* dengan penjualan. Hasil ini memiliki implikasi penting bagi teori keagenan dan penerapannya dalam pengaturan nasional yang berbeda. Hubungan antara manajer dan pemegang saham di perusahaan Jepang berbeda dari yang ditemukan di Amerika Serikat. Investor dari perusahaan Jepang sering memainkan beberapa peran, termasuk manajer pemantauan, memberikan modal (baik hutang dan ekuitas), menyediakan dan memperoleh informasi, dan bertindak sebagai pemasok. Hubungan yang saling ketergantungan ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan Jepang mungkin memiliki tipe yang berbeda dari masalah agensi atau mungkin mengatasi masalah keagenan secara berbeda. Hasil uji t menunjukkan bahwa perusahaan Jepang memiliki struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi daripada di Amerika Serikat. Bukti empiris menunjukkan bahwa tingkat konsentrasi kepemilikan dan dampaknya berbeda di kedua negara.

- b. Efstathios G. Parcharidis dan Nikos C. Varsakelis (2010): *R&D and Tobin's Q in an Emerging Financial Market: The Case of the Athens Stock Exchange*

Parcharidis dan Varsakelis melakukan penelitian yang bertujuan untuk memberikan bukti lebih lanjut tentang pengaruh investasi R&D terhadap Tobin's Q untuk perusahaan-perusahaan publik yang diperdagangkan di pasar keuangan. Metodologi data panel diterapkan

menggunakan data semua perusahaan manufaktur dan komputer yang diperdagangkan di Bursa Efek Athena yang melaporkan investasi R&D di neraca mereka (49 dari total 143 perusahaan yang terdaftar) untuk periode 1996-2004. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan model OLS (*Ordinary Least Square*). Temuan empiris menunjukkan hasil yang konsisten dengan negara lain seperti Amerika Serikat dan Eropa bahwa investasi R&D berpengaruh terhadap nilai pasar suatu perusahaan. Artinya, pasar menghargai prospek masa depan perusahaan yang inovatif. Hal itu ditunjukkan dengan nilai Tobin's Q rata-rata sebesar 2,14. Pengaruh investasi R&D terhadap nilai pasar lebih besar dampaknya untuk perusahaan kecil. Namun, penelitian sebelumnya menemukan bahwa nilai pasar lebih besar bagi perusahaan manufaktur yang melakukan investasi R&D baik perusahaan besar maupun kecil. Hal itu mempertimbangkan bahwa nilai Tobin's Q yang lebih besar menunjukkan kemampuan investasi pada aset. Investasi R&D dapat membantu ukuran perusahaan yang lebih kecil untuk tumbuh lebih cepat dari pesaingnya sehingga mengurangi kesenjangan antara pemimpin dan pengikut.

- c. Nguyen *et al.*, (2015): *Ownership Concentration and Corporate Performance from a Dynamic Perspective: Does National Governance Quality Matter?*

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan konsentrasi kepemilikan dan kinerja keuangan yang dimoderasi oleh kualitas tata

kelola nasional dari perusahaan Singapura dan Vietnam. Dengan berfokus pada dua jenis sistem tata kelola nasional yang berbeda (berkembang dan kurang berkembang). Adapun variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel terikat yakni Tobin's Q, variabel bebas yakni konsentrasi kepemilikan dan kualitas tata kelola nasional. Sampel dalam penelitian adalah perusahaan yang tergabung secara lokal dan terdaftar di SGX Mainboard (untuk Singapura), atau HOSE dan HNX (untuk Vietnam) kecuali perusahaan sektor keuangan dan bank. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah 4 tahun yakni tahun 2008 sampai tahun 2011 dengan sampel akhir 1.487 perusahaan sesuai tahun pengamatan. Penelitian ini menggunakan teknik analisis statistik deskriptif dan *multiple regression analysis* (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja di perusahaan yang beroperasi di pasar dimana struktur kepemilikannya sangat terkonsentrasi. Sementara itu, tata kelola pemerintahan yang lebih baik memainkan peran positif dalam menentukan kinerja perusahaan di kedua pasar ini. Hubungan antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja keuangan secara signifikan lebih kuat di negara Vietnam dimana kualitas tata kelola nasionalnya buruk.

Tabel 2. Ringkasan Penelitian Terdahulu

Nama	Variabel	Teknik Analisis	Hasil	Persamaan
Lee dan O'Neill (2003)	Variabel Independen: Konsentrasi Saham Variabel Dependen: Investasi R&D Variabel Kontrol: Ukuran Perusahaan, Industri Dummies, Leverage, dan Peluang Investasi	Analisis statistik deskriptif, Analisis regresi linier dengan metode 2SLS, uji t	Ada hubungan positif antara konsentrasi saham dan rasio investasi <i>research and development</i> di Amerika Serikat. Di Jepang, konsentrasi saham tidak berpengaruh terhadap rasio investasi <i>research and development</i> . Struktur kepemilikan perusahaan Jepang lebih terkonsentrasi daripada perusahaan Amerika Serikat.	1. Menggunakan variabel konsentrasi kepemilikan dan investasi <i>research and development</i> 2. Menggunakan teknik analisis statistik deskriptif dan uji t
Parcharidis dan Varsakelis (2010)	Variabel Independen: R&D Variabel Dependen: Tobin's Q	Analisis statistik deskriptif, analisis regresi linier berganda dengan metode OLS, uji F	Investasi R&D mempengaruhi nilai pasar secara positif. Artinya, pasar menghargai prospek masa depan perusahaan yang inovatif. Pengaruh investasi R&D terhadap nilai pasar lebih besar dampaknya untuk ukuran perusahaan yang kecil.	Menggunakan variabel R&D dan Tobin's Q

Lanjutan

Nguyen <i>et al.</i> , (2015)	Variabel Independen: konsentrasi kepemilikan dan kualitas tata kelola nasional Variabel Dependen: Tobin's Q	Analisis statistik deskriptif dan <i>multiple regression analysis</i> (MRA)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja di perusahaan yang beroperasi di pasar dimana struktur kepemilikannya sangat terkonsentrasi. Variabel moderasi tata kelola pemerintahan yang lebih baik memainkan peran positif dalam menentukan kinerja perusahaan di kedua pasar ini.	1. Menggunakan variabel konsentrasi kepemilikan dan Tobin's Q. 2. Periode pengamatan 4 tahun.
-------------------------------	--	---	--	--

Sumber: Data Diolah, 2017

B. *Corporate Governance*

1. Definisi *Corporate Governance*

Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) dalam Effendi (2016:3) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai,

seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengendalikan perusahaan.

Definisi tersebut sejalan dengan yang dikemukakan oleh tokoh lain dalam memberikan gambaran mengenai *Corporate Governance*.

Menurut Tjager *et al.*, (2003: 28-29) *Corporate Governance* adalah,

suatu sistem, proses, dan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) terutama dalam arti sempit hubungan antara pemegang saham, dewan komisaris, dan dewan direksi demi tercapainya tujuan organisasi.

Definisi *corporate governance* juga diungkapkan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* yang mendefinisikan *Corporate Governance*, “sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* yang lain” (Maulidani, 2012:29). Berdasarkan beberapa definisi terkait *Corporate Governance*, maka dapat disimpulkan bahwa *Corporate Governance* adalah mekanisme pengaturan perusahaan yang mengatur hubungan pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) dalam mencapai tujuan perusahaan dengan mengontrol kinerja

manajemen agar memberikan keuntungan bagi mereka. Hal itu diharapkan akan mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat munculnya konflik kepentingan karena adanya suatu pengaturan hubungan antara *stakeholders*.

2. Prinsip – Prinsip *Corporate Governance*

Prinsip *Corporate Governance* seperti yang dikutip oleh Effendi (2016:11-15) menyebutkan bahwa terdapat 5 prinsip *Corporate Governance* yang lebih dikenal dengan singkatan TARIF yakni *Transparency* (transparansi), *Accountability* (akuntabilitas), *Responsibility* (responsibilitas), *Independency* (Independensi), dan *Fairness* (Kesetaraan). Berikut penjelasan mengenai prinsip *Corporate Governance* menurut Effendi (2016:11-15).

a. Prinsip Transparansi

Transparansi (*transparency*) mewajibkan adanya suatu informasi yang terbuka, tepat waktu, serta jelas, dan dapat diperbandingkan yang menyangkut keadaan keuangan, pengelolaan perusahaan, kinerja operasional, dan kepemilikan perusahaan.

b. Prinsip Akuntabilitas

Akuntabilitas (*accountability*) dimaksudkan sebagai prinsip mengatur peran dan tanggung jawab manajemen agar dalam mengelola perusahaan dapat mempertanggungjawabkan serta mendukung usaha untuk menjamin penyeimbang kepentingan manajemen dan pemegang saham, sebagaimana yang diawasi oleh dewan komisaris.

c. Prinsip Responsibilitas

Perusahaan memastikan pengelolaan perusahaan dengan mematuhi peraturan perundang-undangan serta ketentuan yang berlaku sebagai cermin tanggung jawab korporasi sebagai warga korporasi yang baik. Perusahaan selalu mengupayakan kemitraan dengan semua pemangku kepentingan dalam batas-batas peraturan perundang-undangan dan etika bisnis yang sehat.

d. Prinsip Independensi

Perusahaan meyakini bahwa kemandirian merupakan keharusan agar organ perusahaan dapat bertugas dengan baik serta mampu membuat

keputusan yang baik bagi perusahaan. Setiap organ perusahaan akan melaksanakan tugasnya sesuai dengan ketentuan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip GCG.

e. Prinsip Kesetaraan

Kesetaraan mengandung makna bahwa terdapat perlakuan yang sama terhadap semua pemegang saham, termasuk investor asing dan pemegang saham minoritas, yaitu semua pemegang saham dengan kelas yang sama harus mendapat perlakuan yang sama pula.

Prinsip tersebut sejalan dengan yang dikemukakan oleh *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) dalam hal pelaksanaan *Corporate Governance*. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) mengungkapkan tentang beberapa prinsip *Corporate Governance* yang menjadi landasan dalam menjalankan perusahaan. Adapun prinsip-prinsip tersebut termuat dalam laman resmi www.fcgi.or.id (2017) yang meliputi:

- a. Hak pemegang saham. Maksud dari prinsip ini adalah bahwa pemegang saham memiliki hak-hak yang harus dipenuhi oleh perusahaan yakni memperoleh informasi tentang segala sesuatu yang terjadi pada perusahaan secara teratur dan tepat waktu sehingga pemegang saham dapat ikut berpartisipasi dalam membuat keputusan mengenai perubahan perusahaan secara fundamental serta turut mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan.
- b. Perlakuan yang sama terhadap pemegang saham. Setiap pemegang saham berhak mendapatkan perlakuan yang sama terutama pemegang saham minoritas dan asing. Hal itu dilakukan dengan cara memberikan informasi yang penting dan melarang pembagian untuk pihak sendiri serta perdagangan yang dilakukan oleh orang dalam.

- c. Peran pemangku kepentingan. Prinsip ini menekankan bahwa setiap pemangku kepentingan memiliki peran yang harus diakui sesuai dengan yang ditetapkan oleh hukum. Salah satu peran tersebut adalah menjalin kerjasama aktif antara perusahaan dan pemangku kepentingan dalam upaya menciptakan kekayaan bagi perusahaan, pekerjaan dan keberlanjutan keuangan perusahaan.
- d. Pengungkapan informasi tepat waktu dan akurat. Pemegang saham membutuhkan informasi tentang segala sesuatu yang terjadi pada perusahaan secara teratur dan tepat waktu terkait transparansi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan pemangku kepentingan dalam perusahaan.
- e. Pertanggungjawaban Dewan. Dewan memiliki tanggung jawab terhadap manajemen dalam hal melakukan pengawasan manajemen serta pertanggungjawaban kepada perusahaan dan pemegang saham sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terdapat lima prinsip *Corporate Governance* yang menjadi pedoman dalam menjalankan perusahaan bagi peningkatan nilai dan keberlangsungan perusahaan.

Prinsip tersebut meliputi:

- a) Prinsip Tranparansi, yakni prinsip keterbukaan terkait informasi yang berkaitan dengan keadaan suatu perusahaan secara jelas dan tepat waktu.
- b) Prinsip Akuntabilitas, yakni kejelasan fungsi, peran dan tanggung

jawab manajemen perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan dapat terlaksana secara efektif dan efisien.

- c) Prinsip *Responsibilitas*, yakni memastikan bahwa pengelolaan perusahaan berjalan secara efektif sesuai dengan ketentuan yang berlaku sebagai bentuk pertanggungjawaban manajemen terhadap perusahaan.
- d) Prinsip *Independensi*, yakni kebebasan dalam pengelolaan perusahaan tanpa ada tekanan dari pihak manapun.
- e) Prinsip *Kesetaraan*, yakni kesamaan dalam hal perlakuan terhadap semua pemegang saham perusahaan baik pemegang saham mayoritas maupun pemegang saham minoritas.

Dalam hal ini perusahaan bertanggung jawab untuk menerapkan sistem tata kelola perusahaan yang baik sesuai dengan prinsip yang telah disepakati. Sepatutnya setiap perusahaan menyadari akan pentingnya suatu sistem manajemen perusahaan yang baik bagi kepentingan *stakeholders*. *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)* dalam Hidayat (2009:33) menyatakan bahwa perusahaan Indonesia harus menerapkan *Good Corporate Governance* sesuai dengan standar-standar yang telah disepakati di tingkat internasional.

Sebuah perusahaan yang menerapkan prinsip *Corporate Governance* dengan baik dapat menjadi salah satu keuntungan bagi perusahaan dalam meningkatkan citra perusahaan di kalangan pemegang saham. Menurut Syakhroza dalam Hidayat (2009:23-24), “Bila *Good*

Corporate Governance diimplementasikan secara efektif maka kepentingan *stakeholders* terhadap perusahaan akan terjamin”. Hal itu menunjukkan pentingnya sebuah perusahaan untuk menerapkan *Good Corporate Governance*.

3. Manfaat *Corporate Governance*

Perusahaan yang menerapkan *Corporate Governance* dalam menjalankan manajemen perusahaannya akan memperoleh beberapa manfaat. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) menyebutkan beberapa manfaat *Corporate Governance* (www.fcgi.or.id, 2017) yaitu sebagai berikut:

- a. Mudah untuk meningkatkan modal;
- b. Menurunkan biaya modal;
- c. Peningkatan kinerja bisnis dan perbaikan kinerja ekonomi;
- d. Berdampak baik pada harga saham.

Selain itu, manfaat lain yang dapat diperoleh dari perusahaan yang menerapkan *Corporate Governance* yang baik menurut Daniri (2005:14) yakni:

- a. Mengurangi *agency cost*, yaitu suatu biaya yang harus ditanggung pemegang saham sebagai akibat pendelegasian wewenang kepada pihak manajemen. Biaya-biaya ini dapat berupa kerugian yang diderita perusahaan sebagai akibat penyalahgunaan wewenang (*wrong-doing*), ataupun berupa biaya pengawasan yang timbul untuk mencegah terjadinya hal tersebut.
- b. Mengurangi biaya modal (*cost of capital*), yaitu sebagai dampak dari pengelolaan perusahaan yang baik tadi menyebabkan tingkat bunga atas dana atau sumber daya yang dipinjam oleh perusahaan semakin kecil seiring dengan turunnya tingkat risiko perusahaan.
- c. Meningkatkan nilai saham perusahaan sekaligus dapat meningkatkan citra perusahaan di mata publik dalam jangka panjang.
- d. Menciptakan dukungan para *stakeholders* (para pemangku kepentingan) dalam lingkungan perusahaan tersebut terhadap keberadaan perusahaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang

ditempuh perusahaan, karena umumnya mereka mendapat jaminan bahwa mereka juga mendapat manfaat maksimal dari segala tindakan dan operasi perusahaan dalam menciptakan kemakmuran dan kesejahteraan.

Secara umum, dapat disimpulkan bahwa manfaat yang dapat diperoleh ketika perusahaan menerapkan *Corporate Governance* yakni mengefisiensikan biaya yang dikeluarkan sebagai akibat peningkatan kinerja perusahaan yang baik dalam menjalankan aktivitas perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Manfaat tersebut akan dirasakan perusahaan tidak hanya untuk saat ini tetapi juga dalam jangka panjang. Manfaat ini akan menjadi pilar utama untuk mendukung tumbuh kembangnya perusahaan dalam era persaingan yang semakin ketat.

4. Unsur-Unsur *Corporate Governance*

Corporate Governance memiliki unsur-unsur yang berasal dari dalam perusahaan dan dari luar perusahaan. Menurut Sutedi (2011:41-43), unsur-unsur *corporate governance* yakni sebagai berikut:

a. *Corporate Governance*-Internal Perusahaan

Unsur yang berasal dari dalam perusahaan dan unsur yang selalu diperlukan di dalam perusahaan dinamakan *Corporate Governance*-Internal Perusahaan. Unsur-unsur yang berasal dari dalam perusahaan adalah:

- 1) pemegang saham;
- 2) direksi;
- 3) dewan komisaris;
- 4) manajer;
- 5) karyawan/ serikat pekerja;

- 6) sistem remunerasi berdasar kinerja;
- 7) komite audit;

Unsur tersebut merupakan pemangku kepentingan dalam perusahaan. Masing-masing dari mereka memiliki kepentingan yang berbeda-beda terhadap jalannya aktivitas perusahaan dengan harapan mendapatkan keuntungan sesuai dengan pengorbanan yang telah dilakukan. Pemangku kepentingan tersebut memiliki peran dan tanggung jawab perusahaan dalam menjamin keberlangsungan perusahaan. Mereka perlu menerapkan beberapa hal dalam menjalankan perusahaan untuk menciptakan nilai perusahaan. Berikut unsur-unsur yang selalu diperlukan di dalam perusahaan, antara lain meliputi:

- 1) keterbukaan dan kerahasiaan (*disclosure*);
- 2) transparansi;
- 3) *accountability*;
- 4) *fairness*;
- 5) aturan dari *code of conduct*.

Unsur tersebut saling menunjang satu sama lain dalam menciptakan tata kelola perusahaan yang baik. Para pemangku kepentingan sebagai unsur yang ada di dalam perusahaan perlu menerapkan unsur-unsur seperti yang disebutkan di atas yang sangat diperlukan dalam menjalankan perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan mekanisme sebagai petunjuk pemangku kepentingan dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya di dalam perusahaan.

b. *Corporate Governance - External* Perusahaan

Unsur yang berasal dari luar perusahaan dan unsur yang selalu

diperlukan di luar perusahaan dinamakan *Corporate Governance – External* Perusahaan. Unsur yang berasal dari luar perusahaan adalah:

- 1) kecukupan undang-undang dan perangkat hukum;
- 2) investor;
- 3) institusi penyedia informasi;
- 4) akuntan public;
- 5) institusi yang memihak kepentingan publik bukan golongan;
- 6) pemberi pinjaman;
- 7) lembaga yang mengesahkan legalitas.

Unsur tersebut merupakan segala sesuatu yang berasal dari luar perusahaan yang turut mempengaruhi kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan. Selain itu, unsur tersebut penting untuk diperhatikan karena dapat menjamin keberlangsungan jalannya perusahaan. Di samping itu, terdapat unsur yang juga sangat diperlukan yang berasal dari luar perusahaan. Berikut unsur yang selalu diperlukan di luar perusahaan antar lain meliputi:

- 1) aturan dari *code of conduct*;
- 2) *fairness*;
- 3) *accountability*;
- 4) jaminan hukum.

Unsur tersebut menjadi penting karena merupakan bagian yang harus ada dalam lingkungan perusahaan. Dengan demikian, baik unsur yang berasal dari dalam perusahaan maupun yang berasal dari luar perusahaan merupakan hal yang berkaitan dengan jalannya perusahaan sehingga sangat penting bagi keberlangsungan perusahaan. Unsur-unsur tersebut dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung.

5. Mekanisme *Corporate Governance*

Menurut Schleifer dan Vishny (1997) dalam Niarachma (2012:17) menjelaskan, “*corporate governance* terkait dengan cara atau mekanisme untuk meyakinkan para pemilik modal (investor) dalam memperoleh imbal hasil (*return*) yang sesuai dengan investasi yang telah ditanamkan”. Mekanisme tersebut untuk mengatur jalannya aktivitas perusahaan agar sesuai dengan arah yang telah ditentukan. Mekanisme organisasi diartikan sebagai suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang akan melakukan *control* terhadap keputusan tersebut (Kaban, 2012:24). Adapun mekanisme *Corporate Governance* menurut Wulandari (2011: 24-32) yaitu sebagai berikut:

a. Struktur Kepemilikan Saham (*Ownership Structure*)

Isu utama dalam *agency theory* yakni pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Hal itu yang terjadi dalam pengelolaan perusahaan modern. Pemegang saham selaku pemilik sumber daya perusahaan mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada manajernya. Hal itu yang akan memicu terjadinya konflik akibat kecenderungan mereka untuk memaksimalkan keuntungannya sendiri. Tingkat konsentrasi kepemilikan saham menentukan pembagian kekuasaan antara pemegang saham dan manajer. Semakin kepemilikan saham tersebar, maka pengendalian perusahaan oleh pemegang saham cenderung lemah. Sebaliknya,

semakin kepemilikan saham terkonsentrasi, maka pemegang saham mayoritas dapat dengan bebas memantau manajemen.

b. Pembiayaan Perusahaan (*Corporate Financing*)

Benturan kepentingan yang terjadi antara pemberi dana dan peminjam dapat mempengaruhi pembiayaan perusahaan. Hal itu merupakan isu dalam *agency problem*. Apabila investasi yang dilakukan berhasil, maka pemegang saham akan memperoleh hasilnya, namun apabila investasi gagal maka pemberi pinjaman yang akan menanggung resiko. Pembiayaan perusahaan itulah yang dapat digunakan untuk mengurangi benturan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Oleh karena itu, pembiayaan perusahaan merupakan suatu bentuk mekanisme *corporate governance*.

c. Auditing

Auditing merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting bagi perusahaan. Hal itu bisa mengurangi *agency problem* yang terjadi pada *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer). Pemegang saham memerlukan biaya monitoring untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak untuk memaksimalkan keuntungan pemegang saham. Biaya tersebut digunakan untuk memperkerjakan auditor dalam rangka mengaudit laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Hal itu untuk meningkatkan kredibilitas dari laporan keuangan sehingga mampu memberikan informasi penting

bagi investor dalam mengambil keputusan.

d. Komite Audit (*Audit Committee*)

Komite audit memiliki peranan penting dalam perusahaan karena memiliki beberapa fungsi seperti *mereview* pengendalian internal perusahaan, memastikan kualitas laporan keuangan, dan meningkatkan efektivitas fungsi audit. Pembentukan komite audit tersebut diprediksi dapat mengurangi *agency problems*. Oleh karena itu, komite audit merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting.

e. Dewan Pengurus (*Board of Directors*)

Kesulitan yang dihadapi oleh pemegang saham minoritas akibat konsentrasi pemegang saham yang menyebar membuat mereka sulit untuk mengontrol kinerja manajemen perusahaan dalam memaksimalkan keuntungan pemegang saham. Oleh karena itu, peranan dewan pengawas sangat diperlukan untuk mengurangi adanya *agency problems* dan mereka bertindak atas nama pemegang saham. Hal itu menunjukkan bahwa dewan pengurus merupakan suatu mekanisme *corporate governance*.

f. Kompensasi Manajemen (*Managerial Compensation*)

Kompensasi manajemen perlu dilakukan untuk menyelaraskan kepentingan *agent* dengan *principal*. Hal itu dilakukan dengan membuat kontrak antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Dengan begitu, manajer perusahaan sebagai *agent* akan bertindak

untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Penyelarasan kepentingan tersebut dilakukan untuk mengurangi *agency problem*. Oleh karena itu, kompensasi manajemen merupakan suatu bentuk mekanisme *corporate governance*.

Mekanisme *Corporate Governance* yang telah dijelaskan di atas diarahkan dalam sebuah organisasi untuk menjamin dan mengawasi berjalannya sistem *governance* untuk mencapai tujuan perusahaan. Dalam hal ini, kepentingan pemegang saham menjadi hal yang penting untuk diperhatikan oleh manajemen perusahaan. Oleh karena itu, mekanisme *Corporate Governance* bertujuan untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan dalam menentukan keputusan strategis perusahaan.

6. Konsentrasi Kepemilikan

Efisiensi pasar saham ditentukan oleh dua faktor yakni kualitas informasi yang tersedia dan kemampuan pemegang saham dalam pengambilan keputusan yang tepat (Hill dan Snell, 1989:27). Apabila dalam pasar saham terjadi informasi asimetris antara manajer dan pemegang saham, maka pemegang saham mungkin tidak memiliki data yang diperlukan untuk menilai keputusan strategis perusahaan. Hal itu memungkinkan pihak manajer untuk mengejar strategi sesuai kepentingannya bukan kepentingan terbaik pemegang saham (Williamson, 1975 dalam Hill dan Snell, 1989:28). Selanjutnya, faktor kedua yang menentukan efisiensi pasar saham yakni kemampuan

pemegang saham dalam hal pengambilan keputusan perusahaan. Pemegang saham harus mampu mengambil alih dalam pengambilan keputusan apabila manajer gagal memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Kedua faktor tersebut merupakan fungsi dari konsentrasi kepemilikan.

Kepemilikan saham yang terkonsentrasi akan memudahkan pemegang saham untuk mengkoordinasikan tindakan dan informasi dari pihak manajemen sehingga dapat mencegah munculnya informasi asimetris (Berle dan Means, 1932 dalam Hill dan Snell, 1989:28). Hal itu berarti ketika kepemilikan saham terkonsentrasi, terjadinya informasi asimetris menjadi rendah dan kemampuan pemegang saham untuk menghapus tim manajemen tinggi dan manajer cenderung dibatasi untuk mengejar strategi yang diminati pemegang saham. Sebaliknya, apabila kepemilikan saham tersebar maka akan menyulitkan pemegang saham dalam mengkoordinasikan tindakan dan informasi dari pihak manajemen (Aoki, 1984 dalam Hill dan Snell, 1989:28). Menurut Baysinger *et al.*, (1991:207), kepemilikan saham terkonsentrasi jika persentase kepemilikannya 0,2 persen atau lebih.

7. Kepemilikan Publik

Kepemilikan saham oleh publik dapat terlihat dari persentase saham biasa yang dimiliki oleh publik dengan kepemilikan saham di bawah lima persen baik individu atau institusi yang berada di luar manajemen dan tidak memiliki hubungan istimewa dengan perusahaan

(Rozak, 2012:104). Adanya proporsi kepemilikan publik dalam struktur kepemilikan perusahaan akan memudahkan monitoring, intervensi atau beberapa pengaruh kedisiplinan lain pada manajer. Hal itu yang akhirnya akan mempengaruhi manajer dalam membuat keputusan agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Semakin besar kepemilikan saham publik maka akan semakin besar mekanisme pengendalian terhadap perilaku manajemen (Nuraeni, 2011:47). Disamping itu, keberadaan pemegang saham publik akan mempengaruhi pemilihan anggota dewan direksi dan dewan komisaris perusahaan. Menurut Nuraeni (2011:48), “meningkatnya pemilik saham publik akan disertai pula dengan semakin besarnya terpilihnya dewan yang berasal dari luar, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan”. Oleh karena itu, kepentingan pemegang saham publik pada perusahaan dapat terlindungi dengan baik.

8. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan oleh manajer dalam perusahaan modern menjadi isu penting teori agensi. Menurut Fama (1980) dalam Wulandari (2011:18) menyebutkan bahwa pemisahan tersebut merupakan bentuk efisien dari serangkaian kontrak yang mencakup cara bagaimana input diproses untuk menghasilkan output. Adapun tujuan dari pemisahan pengelolaan dari kepemilikan yaitu untuk menghasilkan keuntungan yang maksimal bagi pemilik perusahaan dengan biaya yang seefisien mungkin yang dikelola oleh tenaga ahli

(Sutedi, 2011:13). Dalam hal ini, pemegang saham selaku pemilik sumber daya perusahaan menyerahkan pengelolaan kepada manajer selaku *agent* untuk memaksimalkan keuntungan pemegang saham. Namun, seringkali pemilik maupun manajemen berusaha untuk memaksimalkan keuntungannya sendiri. Hal itulah yang menimbulkan masalah keagenan.

Jensen & Meckling (1976:5) memberikan definisi untuk menggambarkan hubungan agensi antara pemegang saham (*shareholders*) dengan agen, yakni didefinisikan sebagai:

A contract under which one or more persons (the principal/s) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involve delegating some decisions making authority to the agent. If both partners to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal.

Berdasarkan definisi tersebut hubungan antara pemegang saham dengan agen merupakan sebuah kontrak yang memberikan wewenang kepada agen untuk terlibat dalam beberapa pembuatan keputusan. Keduanya ingin memaksimalkan keuntungan dari hubungan tersebut, namun *agent* dalam hal ini adalah manajer tidak akan selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham. Hal itu menunjukkan bahwa pemegang saham dan manajer (*agent*) seringkali memiliki tujuan yang berbeda serta kapasitas yang berbeda pula dalam mempengaruhi perilaku perusahaan yang berdampak pada hasil yang ingin dicapai.

Perbedaan yang muncul antara pemegang saham dan manajer (*agent*) dapat menimbulkan konflik kepentingan yang akan memicu

munculnya biaya agensi. Adapun biaya-biaya tersebut akan ditanggung oleh pemegang saham selaku pemilik sumber daya perusahaan. Sutedi (2011:17) menyebutkan biaya agensi yang timbul dari konflik kepentingan antara pengelola perusahaan (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*) berpotensi menimbulkan jenis biaya agensi berikut ini.

- a) Biaya akibat ketidakefisienan pengelolaan yang dilakukan oleh pihak *agent*.
- b) Biaya yang timbul akibat pilihan proyek yang tidak sama dengan jika pilihan tersebut dilakukan oleh pemegang saham karena resiko meruginya tinggi.
- c) Biaya yang timbul karena dilakukannya kegiatan monitoring kinerja dan perilaku *agent* oleh *principal* (*monitoring cost*).
- d) Biaya yang timbul karena dilakukannya pembatasan-pembatasan bagi kegiatan *agent* oleh *principal* (*bonding cost*).

Biaya agensi tersebut dapat dikurangi dengan memperhatikan mekanisme *corporate governance*. Fama and Jensen (1983) dalam Haat *et al.*, (2008:3) menjelaskan bahwa dewan direksi merupakan mekanisme yang penting untuk mengawasi kinerja manajer dalam perusahaan serta melindungi kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, dewan direksi termasuk ke dalam tata kelola internal perusahaan yang diperkirakan mampu memecahkan masalah agensi yang umum terjadi dalam pengelolaan perusahaan. Dengan demikian, diharapkan manajemen dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham terutama pemegang saham minoritas (Haat *et al.*, 2008:3).

Dalam perspektif teori agensi, konsentrasi kepemilikan dipandang sebagai mekanisme tata kelola internal perusahaan yang mengendalikan perusahaan melalui pemegang saham mayoritas yang memiliki insentif

dan sumber daya yang diperlukan untuk mengawasi kinerja manajemen. Oleh karena itu, struktur kepemilikan yang semakin terkonsentrasi bisa membatasi terjadinya masalah agensi sehingga perusahaan akan dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang diharapkan (Vintila *et al.*, 2014:272). Hal itu berbeda apabila struktur kepemilikannya semakin tersebar. Fama dan Jensen (1983) dalam Wulandari (2011:25) menyatakan bahwa “jika kepemilikan saham tersebar luas, maka potensi untuk terjadinya benturan kepentingan diantara pemilik dan pengelola perusahaan lebih besar daripada perusahaan tertutup”. Hal itu menunjukkan semakin tersebarnya struktur kepemilikan dalam perusahaan maka peluang terjadinya konflik kepentingan akan semakin besar.

Salah satu keputusan strategis perusahaan yang menjadi sasaran konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham adalah strategi *research and development* (Baysinger *et al.*, 1991:205). Studi empiris yang ditemukan di perusahaan Amerika Serikat telah menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan saham dan kepemilikan institusional terkait dengan investasi *research and development* (Graves, 1988 dalam Lee dan O’Neill, 2003:213). Pengeluaran pada biaya *research and development* merupakan salah satu keputusan yang berisiko tinggi karena hasil yang diperoleh bisa jadi membawa keuntungan bagi perusahaan ataupun malah sebaliknya membawa kerugian bagi perusahaan. Meskipun demikian, biaya *research and development* yang

dikeluarkan oleh perusahaan telah dianggap sebagai prioritas utama dari perusahaan (Barret *et al.*, 2010 dalam Pinasthika, 2016:1).

Strategi perusahaan terkait investasi *research and development* dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Menurut Salancik dan Pfeffer (1980:655) bahwa kepemilikan merupakan sumber kekuatan yang bisa digunakan untuk mendukung atau menentang manajemen tergantung bagaimana konsentrasinya. Manajemen selaku pengelola sumber daya perusahaan cenderung berfokus hanya pada kepentingan jangka pendek (Jensen & Meckling, 1976 dalam Pinasthika, 2016:2). Oleh karena itu, pemegang saham selaku pemilik modal memerlukan informasi tentang kinerja perusahaan yang dilakukan oleh manajemen. Dalam hal ini, pemegang saham dan manajer perlu membangun komunikasi untuk menghindari terjadinya informasi asimetris. Menurut Brigham dan Houston (2014:185) informasi asimetris adalah “situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (lebih baik) tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan yang dimiliki oleh investor”. Informasi asimetris timbul dari ketidakmampuan manajer untuk menyampaikan informasi tentang perusahaan mereka dan dari keengganan investor untuk mengumpulkan informasi tentang kegiatan perusahaan (Lee dan O’Neill, 2003:214). Hal itulah yang menyebabkan munculnya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan.

C. Teori Signal (*Signaling Theory*)

Menurut Brigham dan Houston (2014:186), “Sinyal (*Signal*)

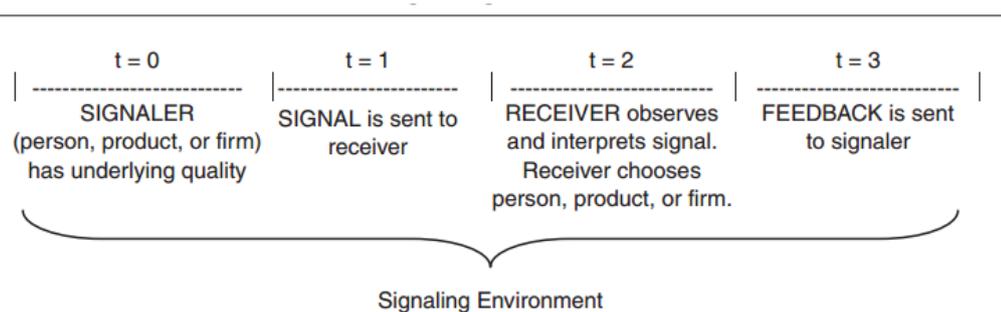
merupakan suatu tindakan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai proyek perusahaan tersebut”. Hal itu menunjukkan bahwa pentingnya sebuah perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar khususnya investor sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor karena menyajikan keterangan tentang rekam jejak perusahaan serta keberlangsungannya pada masa yang akan datang. Namun, seringkali manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan investor luar. Hal itu yang memicu timbulnya informasi asimetris, dimana pihak manajemen memiliki informasi yang berbeda tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor.

Konsep *signaling theory* menjadi sangat penting bagi pihak luar terutama investor. Menurut Fahmi (2015:96) “*Signaling theory* adalah teori yang membahas tentang naik turunnya harga saham di pasar, sehingga akan memberi pengaruh terhadap keputusan investor”. Berbagai kondisi yang terjadi pada saham perusahaan akan menimbulkan efek keputusan yang berbeda tergantung investor sebagai pihak yang menangkap sinyal tersebut.

Fokus utama Teori Sinyal adalah pada mengkomunikasikan tindakan-tindakan yang dilakukan oleh internal perusahaan yang tidak bisa diamati secara langsung oleh pihak di luar perusahaan. Informasi tersebut dapat bermanfaat bagi pihak luar terutama investor ketika mereka mampu menangkap dan menginterpretasikan sinyal tersebut sebagai sinyal positif ataupun sinyal negatif. Adapun informasi yang disampaikan oleh perusahaan

mencakup informasi spesifik tentang produk atau jasa. Informasi tersebut mungkin termasuk hasil awal tahap *research and development* atau selanjutnya berita tentang hasil penjualan yang dilaporkan oleh agen penjualan (Connelly *et al.*, 2011:44).

Teori Sinyal memiliki unsur- unsur yang menyusunnya sampai pada tujuan akhir berupa umpan balik dari pihak luar dalam sebuah keputusan. Menurut Connelly *et al.*, (2011:43-44) teori sinyal memiliki unsur – unsur utama yang disajikan dalam bentuk *timeline* seperti berikut ini.



Note: t = time.

Gambar 2. Signaling Timeline

Sumber: Connelly et al (2011:44)

Gambar tersebut menjelaskan bahwa dalam garis waktu melibatkan dua aktor utama yaitu *signaler* (pemberi sinyal) dan penerima sinyal serta sinyal itu sendiri. Selain itu dalam lingkungan sinyal juga menunjukkan adanya umpan balik dari penerima sinyal setelah menerima sinyal tersebut. *Signaler* (pemberi sinyal) adalah orang dalam yang memperoleh informasi tentang individu, produk, atau organisasi yang tidak tersedia untuk pihak luar. Informasi yang diperoleh tersebut dapat berupa informasi positif maupun informasi negatif. Secara umum, pihak internal perusahaan berupaya

mengkomunikasikan tindakan perusahaan berupa informasi positif untuk menyampaikan atribut organisasi yang positif. Namun, tidak semua tindakan yang dilakukan perusahaan berguna sebagai sinyal. Menurut Connelly *et al.*, (2011:45) terdapat dua karakteristik sinyal yang harus dipenuhi agar sinyal tersebut bermanfaat bagi pihak luar yakni *signal observability* (sinyal yang teramati) dan *signal cost* (biaya sinyal). Sinyal yang teramati mengacu pada sejauh mana pihak luar mampu menangkap sinyal tersebut. Sementara anggapan biaya dalam konteks sinyal yang melibatkan fakta bahwa beberapa *signalers* berada dalam posisi yang lebih baik daripada yang lain untuk menyerap biaya yang terkait. Kemudian sinyal tersebut diterima oleh *receiver* selaku penerima sinyal. *Receiver* merupakan pihak luar yang kekurangan informasi tentang perusahaan yang bersangkutan. *Receiver* tersebut menangkap dan menginterpretasikan sinyal yang diterima dari perusahaan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan strategis, kemudian memberikan umpan balik terhadap *signalers*.

D. Investasi *Research and Development* (R&D)

Investasi pada *research and development* secara riil merupakan investasi pada aset tak berwujud yang berkontribusi terhadap pertumbuhan perusahaan pada jangka panjang (Basgoze dan Sayin, 2013:6). Manfaat yang diperkirakan akan diperoleh pada periode yang akan datang seperti pengetahuan yang ditemukan bisa dinyatakan sebagai suatu aktiva perusahaan atau suatu kenaikan dalam nilai aktiva yang ada secara keseluruhan pada perusahaan. Hal itu sejalan dengan yang dikemukakan oleh Tuna *et al.*,

(2015) dalam Frasti (2016:17) bahwa R&D dianggap sebagai investasi dalam teknologi baru dan basis pengetahuan yang dapat ditransformasikan menjadi metode produksi yang lebih efisien atas sumber daya yang tersedia.

Penjelasan lebih lanjut tentang *research and development* diatur dalam PSAK Nomor 19 tentang Aset Tak berwujud. PSAK 19 menetapkan bahwa semua pengeluaran untuk penelitian atau tahap penelitian pada suatu proyek internal diakui sebagai beban pada saat terjadinya, dan tidak ada aset tak berwujud yang harus diakui (Juan *et al.*, 2012:784). Sementara pengeluaran untuk pengembangan atau tahap pengembangan pada suatu proyek internal, PSAK 19 menetapkan bahwa pengeluaran ini diakui jika memenuhi syarat tertentu. PSAK 19 secara tegas melarang biaya penelitian dikapitalisasi sebagai aset takberwujud sehingga harus dibebankan pada saat terjadinya. Menurut Juan *et al.*, (2012:786), “alasan utama tahap penelitian biasanya belum menghasilkan suatu keluaran yang terbukti memiliki manfaat ekonomis di masa depan”. Oleh karena itu, pengeluaran untuk penelitian dan pengembangan dicatat sebagai beban pada tahun yang bersangkutan.

Tahap pengembangan biasanya merupakan tahap yang dilakukan perusahaan setelah tahap penelitian. Berdasarkan PSAK 19 biaya-biaya yang timbul dari tahapan pengembangan dapat dikapitalisasi menjadi aset tak berwujud bila memenuhi persyaratan yang cukup ketat sebagai berikut (Juan *et al.*, 2012:787):

1. Kelayakan teknis penyelesaian aset tak berwujud tersebut sehingga aset tersebut dapat digunakan atau dijual.
2. Niat untuk menyelesaikan aset tak berwujud tersebut dan menggunakannya atau menjualnya.

3. Kemampuan untuk menggunakan atau menjual aset tak berwujud tersebut.
4. Bagaimana aset tak berwujud akan menghasilkan kemungkinan besar manfaat ekonomi masa depan. Antara lain entitas harus menunjukkan adanya pasar bagi keluaran aset tak berwujud atau pasar atas aset tak berwujud itu sendiri, atau jika aset tak berwujud itu akan digunakan secara internal, entitas harus mampu menunjukkan kegunaan aset tak berwujud tersebut.
5. Tersedianya sumber daya teknis, keuangan, dan sumber daya lainnya untuk menyelesaikan pengembangan aset tak berwujud dan untuk menggunakan atau menjual aset tersebut.
6. Kemampuan untuk mengukur secara andal pengeluaran yang terkait dengan aset tak berwujud selama pengembangannya.

Pengeluaran pada *research and development* adalah jenis tertentu dari investasi jangka panjang. Oleh karena itu, pengeluaran pada *research and development* dicirikan oleh tingginya tingkat ketidakpastian baik dalam tujuan dan sarana. Menurut Teece (1986) dalam Munari *et al.*, (2010:1094) menyatakan bahwa investasi *research and development* menghasilkan arus kas negatif selama beberapa bulan dan di industri tertentu selama beberapa tahun, mereka sangat bergantung pada modal sumber daya manusia, dan produktivitas mereka sangat tergantung pada kedua pasar dan teknologi berbasis aset komplementer. Namun, perusahaan yang melakukan investasi *research and development* akan menghasilkan produk atau layanan baru yang memungkinkan perusahaan membedakan dengan perusahaan lainnya (Basgoze, 2013:6).

Menyoroti pentingnya investasi *research and development* untuk kinerja perusahaan yang unggul, studi empiris telah menghasilkan hasil yang beragam (Ruiqi *et al.*, 2017:47). Di satu pihak, pengeluaran *research and development* memfasilitasi rente ekonomi, mengembangkan kemampuan

teknologi dan memperoleh keuntungan penggerak pertama, yang semua berkontribusi untuk kinerja masa depan perusahaan (Bowen *et al.*, 2010:1180). Pada sisi lain, pengeluaran *research and development* yang berisiko dan tidak selalu mengarah kinerja masa depan yang unggul, dan produk-produk dan layanan yang inovatif mungkin tidak benar-benar memenuhi kebutuhan pasar. Selain itu, menurut Kim *et al.*, (2008:405) investasi *research and development* sering memerlukan pencarian ke wilayah yang tidak diketahui, dan hasilnya tidak langsung dan tidak tentu. Mereka mungkin tidak menghasilkan hasil apapun, atau mungkin hanya menghasilkan keuntungan setelah beberapa tahun. Resiko itulah yang dikaitkan dengan munculnya konflik antara pemegang saham dengan manajer dalam mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk investasi *research and development*.

Meskipun begitu, investasi pada *research and development* sangat penting untuk kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu, keputusan mengenai besarnya dan alokasi pengeluaran *research and development* sangat penting bagi perusahaan (Lee dan O'Neill, 2003:214). Keputusan tersebut adalah kebijakan dari manajemen perusahaan. Meskipun pengeluaran *research and development* tidak menjamin perusahaan akan berinovasi efektif, namun perusahaan yang mau mengeluarkan sumber dayanya untuk *research and development* kemungkinan besar sedang mencoba bersaing atas dasar inovasi (O'Brien, 2003:419). Hingga saat ini telah diakui bahwa *research and development* merupakan salah satu metode

untuk berinovasi (Prihadyanti, 2015:189). Adapun peran utama *research and development* menurut Moncado *et al.*, (2014) dalam Prihadyanti (2015:190), yakni:

- a. Mengembangkan *knowledge* yang fundamental atau *enabling technologies*, dimana hal ini berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan untuk berinovasi dengan memanfaatkan invensi yang dihasilkan sendiri maupun yang dihasilkan oleh pihak lain
- b. Mendukung proses manufaktur, pengelolaan pelanggan dan bisnis secara umum
- c. Mengembangkan dan mengimplementasikan teknologi baru.

Ketiga peran tersebut saling berkaitan dalam implementasinya. Peran dan fungsi *research and development* menunjukkan pentingnya *research and development* terhadap inovasi yang dihasilkan perusahaan termasuk pada tingkat inovasi yang dihasilkannya. Bukti telah menunjukkan bahwa investasi *research and development* dapat menciptakan nilai bagi perusahaan karena keunggulan kompetitif yang mereka gunakan sebagai strategi differensiasi yang menciptakan proses dan produk baru yang berbeda (Basgoze, 2013:5-6).

E. Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Secara umum, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam hal ini, nilai perusahaan yang dimaksud yakni nilai pasar. Pemegang saham mendelegasikan manajer untuk mengembangkan nilai perusahaannya. Menurut Rodoni dan Ali (2014:3) Ada beberapa hal yang dapat dilakukan manajer untuk menciptakan nilai bagi perusahaan yakni:

1. Mencoba untuk membuat keputusan investasi yang tepat
2. Mencoba untuk membuat keputusan pendanaan yang tepat
3. Keputusan dividen yang tepat dan juga keputusan investasi modal kerja bersih.

Hal tersebut ditujukan untuk mencapai kemakmuran pemegang saham (*shareholders*). Semakin tinggi nilai perusahaan yang dicapai oleh manajer maka akan semakin besar kesejahteraan yang diterima oleh pemegang saham. Menurut Rodoni dan Ali (2014:4), “kekayaan pemegang saham dan perusahaan direpresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset”. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan.

Menurut Van Horne (1998) dalam Rodoni dan Ali (2014:4) yang dimaksud dengan nilai perusahaan yaitu, “*Value is represented by the market price of the company’s common stock which in turn, is a function of firm’s investment, financing and dividend decision*”. Maksud dari definisi tersebut adalah bahwa nilai perusahaan dapat direpresentasikan melalui harga saham dari saham biasa perusahaan. Nilai perusahaan tersebut merupakan hasil dari keputusan investasi, pendanaan dan manajemen aset. Dalam persepsi investor bahwa semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan akan semakin tinggi pula. Harmono (2014) dalam Pasaribu (2016:157) menambahkan bahwa harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan tersebut dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merupakan refleksi dari penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan. Weston dan Copeland (1992) dalam Uniariny (2012:39) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai wajar perusahaan yang menggambarkan persepsi investor terhadap perusahaan tersebut. Berdasarkan beberapa definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan

merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham sebagai refleksi dari penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan.

Menurut Suharli (2006) dalam Uniariny (2012:40), ada beberapa pendekatan yang biasa dilakukan untuk nilai perusahaan, diantaranya:

- 1) Pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau *Price Earning Ratio*
- 2) Pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas
- 3) Pendekatan deviden antara lain metode pertumbuhan deviden
- 4) Pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva
- 5) Pendekatan harga saham
- 6) Pendekatan *Economic Value Added* (EVA)

Penelitian ini menggunakan pendekatan harga saham untuk menentukan nilai perusahaan yakni menggunakan rasio Tobin's Q. Hal itu untuk melihat dampak dari investasi *research and development* terhadap nilai perusahaan. Menurut Nguyen *et al.*, (2015:151) "Tobin's Q dihitung dari nilai pasar ekuitas ditambah nilai buku total hutang dibagi dengan nilai buku total aset". Semakin besar nilai Tobin's Q maka perusahaan tersebut memiliki prospek pertumbuhan yang baik dan memiliki *intangible assets* yang semakin besar. Hal itu terjadi karena semakin besar nilai pasar suatu perusahaan maka semakin besar pengorbanan yang dikeluarkan investor untuk memiliki perusahaan tersebut. Wahyudi (2010) dalam Octavia (2012:24) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki nilai Tobin's Q tinggi biasanya memiliki *brand image* yang sangat kuat sementara perusahaan dengan nilai Tobin's Q rendah biasanya berada pada industri yang mulai melemah karena kondisinya yang sangat kompetitif.

Penelitian Attig *et al.*, (2009) menggunakan rasio Tobin's Q sebagai proksi nilai perusahaan yang berbasis pasar (*market base*). Tobin's Q merupakan perbandingan antara nilai pasar dijumlahkan dengan nilai buku total hutang dibagi nilai buku total aset. Nilai pasar adalah jumlah saham biasa perusahaan yang beredar (*Market value of all outstanding shares*) dikali dengan harga penutupan saham. Rumus tersebut telah disesuaikan dengan kondisi transaksi keuangan perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Berikut adalah rumus nilai perusahaan dengan variabel Tobin's Q:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{MVE} + \text{Nilai Buku Hutang}}{\text{Nilai Buku Total Aset}}$$

Keterangan :

MVE = *Market value of equity* (Nilai Pasar ekuitas yang dihitung dari *closing price* x jumlah saham biasa yang beredar)
 Nilai Buku Hutang = Total Hutang + Persediaan – Aktiva Lancar
 Nilai Buku Total Aset = Total aset – Total Kewajiban
 Sumber : Nguyen *et al.*, (2015:151)

F. Kategori Perusahaan

1. Perusahaan Manufaktur

Perusahaan Manufaktur merupakan perusahaan industri pengolahan yang mengolah bahan baku menjadi barang setengah jadi atau barang jadi dengan memanfaatkan peralatan tertentu untuk membantu proses produksi. Manufaktur adalah cabang industri yang mengolah bahan mentah melalui berbagai proses menjadi barang jadi dengan menggunakan peralatan tertentu (Hidayati, 2009:37). Perusahaan manufaktur erat kaitannya dengan rekayasa atau teknik. Secara umum terdapat 3 karakteristik perusahaan manufaktur yang melekat, yakni:

a. Terdapat proses produksi

Perusahaan manufaktur memiliki kegiatan utama melakukan proses produksi yakni mengolah bahan baku menjadi barang setengah jadi dan barang jadi.

b. Memiliki 3 jenis persediaan

Jenis persediaan yang terdapat pada perusahaan manufaktur yakni persediaan bahan baku sebagai bahan utama proses produksi, persediaan barang dalam proses atau barang setengah jadi dan persediaan barang jadi yang siap untuk dijual.

c. Terdapat biaya produksi

Biaya produksi hanya ada dalam perusahaan manufaktur. Biaya ini timbul karena adanya proses produksi. Dalam proses produksi dibutuhkan berbagai jenis bahan dan biaya-biaya guna terciptanya suatu produk.

Karakteristik tersebut menimbulkan beberapa resiko yang dapat terjadi pada perusahaan manufaktur. Setiap industri memiliki peluang untuk menghadapi kemungkinan resiko yang akan terjadi tidak terkecuali perusahaan manufaktur. Adapun resiko yang mungkin terjadi pada perusahaan manufaktur adalah sebagai berikut (Hidayati, 2009:39):

- 1) Resiko sulitnya memperoleh bahan baku yang disebabkan karena kelangkaan bahan baku atau ketergantungan yang tinggi terhadap impor atau pemasok tertentu.
- 2) Resiko berfluktuasinya nilai tukar rupiah.
- 3) Resiko kapasitas produksi tidak terpakai (*idle capacity*) yang terjadi karena kurangnya daya serap pasar terhadap produk, kompetisi, perubahan teknologi, adanya pembatasan pemerintah terhadap produksi barang tertentu.

- 4) Resiko terjadinya pemogokan atau kerusuhan (*riot*) yang antara lain dapat terjadi karena ketidakpuasan karyawan terhadap kompensasi yang diterima, kondisi perekonomian atau kondisi politik yang tidak stabil.
- 5) Resiko kekakuan investasi yaitu karena adanya pembatasan pemerintah terhadap investasi pada bidang tertentu.
- 6) Putusnya hak paten (*patent right*) atas formula produksi bagi perusahaan yang berdampak pada pendapatan
- 7) Resiko Leverage (*leverage risk*) yaitu resiko yang berkaitan dengan kewajiban perusahaan karena pendanaan yang berasal dari luar perusahaan.
- 8) Resiko pemasaran meliputi tidak terjualnya barang jadi, kerusakan dan kehilangan pada jalur distribusi dan pemasaran serta habisnya daur hidup produk.
- 9) Resiko penelitian dan pengembangan produk meliputi biaya penelitian dan pengembangan yang gagal menghasilkan produk baru.
- 10) Resiko dampak usaha terhadap lingkungan
- 11) Resiko tidak tertagihnya piutang (*accounts receivable risk*) yaitu resiko yang muncul karena rendahnya kolektabilitas piutang. Resiko ini terkait langsung dengan perusahaan manufaktur karena umumnya penjualan tidak dilakukan secara kas.

Resiko tersebut umumnya terjadi pada perusahaan manufaktur mengingat proses utama perusahaan manufaktur adalah mengolah bahan mentah menjadi barang setengah jadi dan barang jadi. Resiko yang muncul karena internal perusahaan dapat diminimalisir dengan kebijakan perusahaan. Namun, resiko yang disebabkan karena eksternal perusahaan akan sulit untuk dihindari oleh perusahaan.

2. Perusahaan Jasa

Secara umum, perusahaan jasa adalah unit usaha yang kegiatan utamanya memproduksi barang tidak berwujud (jasa) dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan atau laba. Dalam pelaksanaannya, perusahaan jasa pun memerlukan produk fisik atau yang berwujud untuk melakukan kegiatan usahanya. Perusahaan jasa memiliki beberapa

karakteristik yang membedakannya dengan perusahaan manufaktur.

Adapun karakteristik perusahaan jasa menurut Makruf (2016) adalah sebagai berikut:

- a) Tidak memiliki wujud (sifatnya abstrak dan tidak bisa dilihat)
- b) Produk yang dihasilkannya tidak standar atau bervariasi (Heterogenitas)
- c) Tidak dapat dipisahkan (produk dihasilkan dan dikonsumsi secara bersama-sama)
- d) Tidak dapat disimpan, karena tidak memiliki wujud

Perusahaan jasa merupakan perusahaan yang memiliki kegiatan memproduksi dan menyediakan berbagai macam pelayanan misalnya seperti keamanan, kemudahan dan lain-lain kepada konsumen yang membutuhkannya. Oleh karena itu, aktivitas jasa dapat menciptakan nilai dan akan memberikan keuntungan bagi pelanggan dengan adanya perubahan yang diinginkan dan diharapkan oleh penerima jasa pada waktu tertentu. Perusahaan jasa memiliki ciri-ciri tertentu yang melekat padanya. Secara umum, ciri-ciri perusahaan jasa yang dikutip dari Makruf (2016) yakni sebagai berikut:

- a) Pendapatan berasal dari penjualan jasa.
- b) Dalam proses memproduksi jasa, bisa atau tidak memerlukan bantuan dari produk fisik.
- c) Jasa yang diberikan tidak sama, jadi masing-masing konsumen dapat memperoleh jenis pelayanan yang berbeda dengan konsumen lainnya.
- d) Tidak memiliki persediaan produk dalam bentuk fisik, karena produk yang dijual merupakan produk yang tidak berwujud (jasa). Jadi produk yang dihasilkan tidak dapat dilihat akan tetapi manfaatnya dapat dirasakan.
- e) Biasanya tingkatan harganya memiliki sifat yang tidak mutlak, sebab murah atau mahalnya harga yang ditetapkan oleh perusahaan tergantung tingkat kebutuhan konsumen.

- f) Jasa yang dihasilkan tidak bisa disimpan, jadi sekali dibeli maka penggunaannya akan langsung habis.

Perusahaan jasa terbagi ke dalam sektor-sektor tertentu. Menurut Bursa Efek Indonesia, sektor-sektor yang tergolong sebagai perusahaan jasa adalah perusahaan yang bergerak di Bidang *Property* dan *Realestate*, Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi, Bidang Keuangan, Bidang Perdagangan, Jasa dan Investasi. Hal itu nampak bahwa perusahaan jasa lebih menciptakan nilai bagi para pelanggannya untuk memperoleh kepuasan.

G. Pengaruh Variabel Bebas terhadap Variabel Terikat

- 1) Konsentrasi Kepemilikan Publik dan Investasi *Research and Development*

Teori Agensi memisahkan antara kepemilikan dan pengelolaan oleh manajer dalam perusahaan modern. Menurut Fama (1980) dalam Wulandari (2011:18), pemisahan tersebut merupakan bentuk efisien dari serangkaian kontrak yang mencakup cara bagaimana input diproses untuk menghasilkan output. *Corporate Governance* mengacu pada cara pemegang saham untuk memastikan diri bahwa mereka akan mendapatkan laba atas investasinya. Sementara manajer perusahaan perlu mempertimbangkan atas laba yang diperoleh perusahaan sebaiknya digunakan untuk mengembangkan perusahaan atau dibagikan ke pemegang saham. Secara umum, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Hal itu membuat pihak manajemen

harus menilai berbagai alternatif strategi investasi, pendanaan, dan manajemen aset yang berkaitan dengan nilai pemegang saham. Pemegang saham selaku pemilik modal lebih berorientasi pada investasi jangka panjang untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya, manajer selaku pengelola sumber daya perusahaan yang cenderung berfokus hanya pada kepentingan jangka pendek (Jensen & Meckling, 1976 dalam Pinasthika, 2016:2). Menurut Baysinger *et al.*, (1991:205) tingkat pengeluaran *research and development* dalam perusahaan merupakan keputusan yang dapat menjadi penyebab munculnya konflik antara pemegang saham dan manajer. Oleh karena itu, diperlukan sebuah mekanisme untuk mengurangi adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Seperti yang disarankan oleh Teori Agensi bahwa konsentrasi kepemilikan merupakan kunci mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat membantu membatasi masalah agensi (Shleifer dan Vishny, 1986 dalam Nguyen *et al.*, 2015:150). Di samping itu, adanya proporsi kepemilikan publik dalam struktur kepemilikan perusahaan akan memudahkan monitoring, intervensi atau beberapa pengaruh kedisiplinan lain pada manajer. Hal itu yang akhirnya akan mempengaruhi manajer dalam membuat keputusan agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, struktur kepemilikan yang semakin terkonsentrasi dapat mengurangi munculnya masalah agensi. Hal itu didukung oleh penelitian Lee dan O'Neill (2003) yang menunjukkan hasil di Amerika Serikat bahwa konsentrasi saham

berpengaruh terhadap investasi *research and development*. Berdasarkan penjabaran tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini yakni:

H₁ : Konsentrasi kepemilikan publik berpengaruh terhadap investasi *research and development*

2) Konsentrasi Kepemilikan Publik dan Investasi *Research and Development* terhadap Tobin's Q

Secara umum, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan tata kelola perusahaan yang menjadi landasan dalam perusahaan menjalankan aktivitasnya. Menurut Shleifer dan Vishny dalam Rahmawati (2012:169) menyatakan bahwa *Corporate Governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri/menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek- proyek yang tidak menguntungkan dan berkaitan dengan dana atau kapital yang telah ditanamkan investor, serta bagaimana para investor mengontrol para manajer. Dalam teori agensi, konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer dipicu karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan mekanisme yang dapat menjaga agar perusahaan tetap berada pada jalurnya dalam mencapai tujuan perusahaan yakni memaksimalkan nilai perusahaan. Mekanisme *corporate governance* yang paling penting adalah struktur kepemilikan saham, karena hal tersebut menentukan sifat dari *agency problem* di dalam perusahaan.

Struktur kepemilikan yang semakin terkonsentrasi akan membatasi adanya masalah agensi dalam perusahaan sehingga menciptakan kerangka untuk menciptakan nilai perusahaan (Vintila *et al.*, 2014). Disamping itu, adanya proporsi kepemilikan publik dalam struktur kepemilikan perusahaan akan memudahkan monitoring, intervensi atau beberapa pengaruh kedisiplinan lain pada manajer. Oleh karena itu, akan mengurangi munculnya biaya agensi. Perusahaan yang menerapkan *corporate governance* yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan sekaligus akan meningkatkan citra perusahaan di mata pemegang saham dalam jangka panjang. Hal itu didukung oleh penelitian Nguyen *et al.*, (2015) yang menyebutkan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh pada kinerja di perusahaan yang beroperasi di pasar dimana struktur kepemilikannya sangat terkonsentrasi.

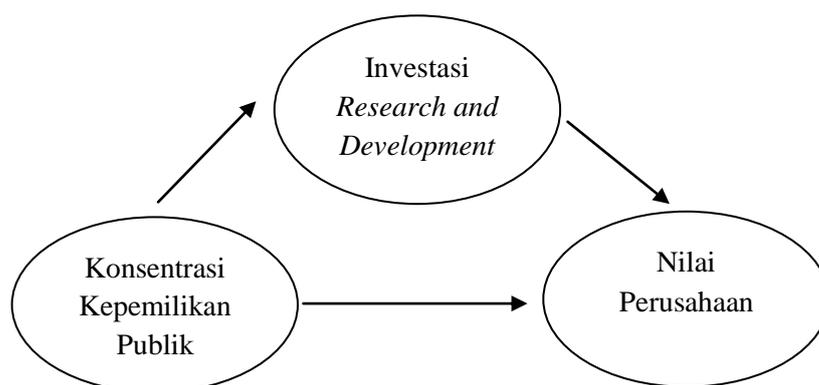
Teori sinyal menurut Brigham dan Houston (2014:186) merupakan suatu tindakan yang dilakukan oleh pihak manajemen untuk memberikan petunjuk kepada investor untuk menilai proyek perusahaan. Salah satu tindakan manajemen perusahaan yaitu terkait keputusan investasi. Menurut Tuna *et al.*, (2015) dalam Frasti (2016:17) bahwa *research and development* dianggap sebagai investasi dalam teknologi baru dan basis pengetahuan yang dapat ditransformasikan menjadi metode produksi yang lebih efisien atas sumber daya yang tersedia. Pengeluaran pada *research and development* memberikan dampak jangka panjang dan tingkat pengembalian yang tidak pasti di masa depan. Namun,

pengeluaran pada *research and development* sangat penting untuk kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan mengingat semakin banyaknya persaingan bisnis sehingga membutuhkan inovasi yang berdampak pada kinerja perusahaan ke depan. Tindakan tersebut perlu dikomunikasikan kepada investor sebagai sinyal positif yang akan memberikan dampak pada nilai perusahaan. Hal itu didukung oleh penelitian Parcharidis (2010) bahwa investasi *research and development* mempengaruhi nilai perusahaan yakni pasar menghargai prospek masa depan perusahaan yang inovatif. Berdasarkan penjabaran tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini yakni:

H₂ : Konsentrasi kepemilikan publik dan investasi *research and development* secara parsial berpengaruh terhadap Tobin's Q

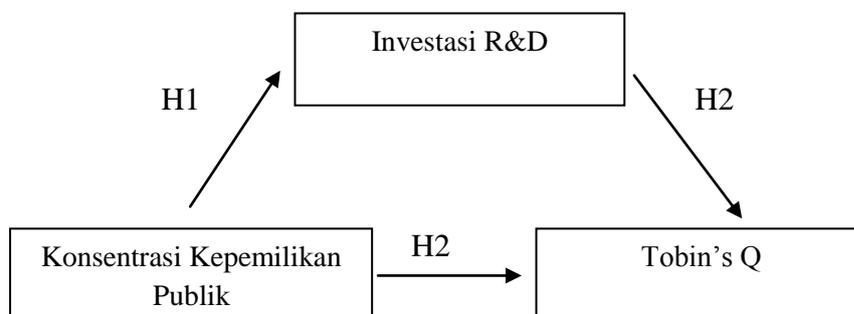
H. Model Konseptual dan Model Hipotesis

1. Model Konseptual



Gambar 3. Model Konsep
Sumber: Data Diolah, 2017

2. Model Hipotesis



Gambar 4. Model Hipotesis

Sumber: Data Diolah, 2017

Berdasarkan perumusan masalah dan teori-teori pendukung yang telah diuraikan, maka peneliti dapat merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Konsentrasi kepemilikan publik berpengaruh terhadap investasi *research and development*

H₂: Konsentrasi kepemilikan publik dan investasi *research and development* berpengaruh secara parsial terhadap Tobin's Q