

RELASI PASAR KEUANGAN DAN KINERJA INOVASI: STUDI PENDAHULUAN PADA PASAR KEUANGAN INDONESIA

Vitradesie Noekent

Universitas Negeri Semarang

Email: vitradesienoekent.unnes@gmail.com

Abstract

This study aims to analyze the relation of financial market financing structure to innovation performance at listed companies in Indonesia Stock Exchange. This study tested two hypotheses: positive relationship of capital market and negative relation of credit market to innovation performance. The hypotheses of this research are aimed by quantitative and qualitative approach sequentially. The results of the test show significant support for both hypotheses. These findings support excellence internal funding arguments for research and development activities to produce innovative products.

Keywords: *capital market, credit market, innovation performance*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis relasi struktur pendanaan pasar keuangan terhadap kinerja inovasi pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menguji dua hipotesis: relasi positif pasar modal dan relasi negatif pasar kredit terhadap kinerja inovasi. Hipotesis penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan kualitatif secara sekuensial. Hasil pengujian menunjukkan dukungan yang signifikan untuk kedua hipotesis. Temuan ini mendukung argumen keunggulan pendanaan yang berasal dari internal untuk aktivitas penelitian dan pengembangan yang bertujuan untuk menghasilkan produk inovatif.

Kata kunci: *pasar modal, pasar kredit, kinerja inovasi*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Inovasi merupakan aktivitas strategis yang berperan meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan keunggulan kompetitif sebuah negara dalam jangka panjang (Porter, 2000). Berkompetisi secara efektif di pasar internasional, bisnis yang dilangsungkan sebuah negara harus melakukan inovasi secara berkelanjutan serta meningkatkan keunggulan kompetitifnya. Inovasi dan peningkatan keunggulan bersaing berasal dari investasi pada aset yang berwujud maupun aset tak berwujud (Hall, 1993). Dalam kegiatan investasi, pasar keuangan berperan kritis dalam memobilisasi simpanan, mengevaluasi kelayakan proyek, mengelola risiko, mengawasi kinerja manajer, dan memfasilitasi transaksi. Perkembangan pasar keuangan menjadi salah satu penentu kesuksesan kinerja inovasi suatu negara (Brown *et al.*, 2013).

Studi empiris yang menjelaskan bagaimana kedua hal ini dapat terhubung, masih belum banyak dilakukan (Hsu *et al.*, 2014). Penelitian ini dilakukan untuk mengisi kesenjangan tersebut dengan cara menganalisis variabel penghubung perkembangan pasar

keuangan dan pertumbuhan ekonomi, yaitu: kinerja inovasi. Pasar keuangan suatu negara terdiri dari pasar modal yang menyediakan mekanisme pendanaan ekuitas dan pasar kredit yang menyediakan mekanisme pendanaan melalui liabilitas.

Pendanaan yang berasal dari pasar modal dan pasar kredit memiliki relasi yang berbeda terhadap kinerja inovasi perusahaan. Studi Kortum dan Lerner (2000) terhadap 20 industri manufaktur yang mengalami *booming* di Amerika Serikat selama tahun 1965–1992 menunjukkan bahwa kinerja inovatif perusahaan dapat meningkat karena keberadaan *venture capital* yang menyediakan pendanaan dalam bentuk ekuitas. Studi lain milik Blair dan Lital dalam Hall dan Lerner (2010) menjelaskan fenomena *leverage buy out (LBO)* oleh perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dan Inggris tahun 1980an. Hasil studi menyimpulkan bahwa LBO dilakukan perusahaan pemula dengan karakteristik produk dan jasa berteknologi tinggi namun tidak memiliki cukup kolateral.

Adapun kondisi yang berbeda ditunjukkan oleh studi Blass dan Yosha (2001) dengan konteks Israel sebagai negara berkembang. Studi mereka menghasilkan kesimpulan bahwa perusahaan-perusahaan Israel yang tercatat di Bursa Efek Amerika Serikat menggunakan ekuitas untuk mendanai aktivitas penelitian dan pengembangannya, sebaliknya, perusahaan yang hanya tercatat di Bursa Efek Israel menggunakan pendanaan yang berasal dari pemerintah atau perbankan. Perbedaan antara studi Kortum dan Lerner (2000) dan Blass dan Yosha (2001) menjadi motivasi pertama dari studi pendahuluan ini yaitu menganalisis relasi pasar modal dan pasar kredit terhadap kinerja inovasi.

Motivasi penelitian kedua adalah kesenjangan dukungan studi empiris untuk pasar keuangan pada negara berkembang (Vivarelli, 2014). Berdasarkan kajian literatur, belum ditemukan penelitian sejenis yang menganalisis hubungan tersebut dengan konteks pasar keuangan untuk negara berkembang seperti Indonesia. Karakteristik pasar keuangan Indonesia bersifat sangat spesifik sehingga membutuhkan analisis mendalam, seperti dominasi kepemilikan asing pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (*IDX Fact Book, 2015*). Bilir *et al.* (2014) menyatakan bahwa peran asing sebagai perusahaan multinasional yang beroperasi secara global mampu meningkatkan perkembangan pasar modal suatu negara. Guadalupe *et al.* (2010) juga memberi bukti bahwa perusahaan induk yang berasal dimiliki asing memiliki kinerja inovatif pada pasar domestik karena mampu menghasilkan inovasi dengan biaya yang lebih rendah dan juga kemudahan dalam akses pasar.

Penelitian oleh Holmstrom (1989), inovasi memiliki *probabilitas* kegagalan yang tinggi, memakan waktu yang lama, bersifat *idiosinkratik*, dan tidak dapat diprediksi karena terdapat banyak faktor kontingensi yang sulit diantisipasi sehingga menaikkan imbal hasil investasi. Dengan demikian, perbedaan situasi pada pasar modal dan pasar kredit memiliki pengaruh yang berbeda dalam menstimulasi kinerja inovasi dikarenakan perbedaan imbal hasil untuk struktur pendanaan saham dan kredit. Penelitian ini berargumen bahwa terdapat perbedaan pengaruh perkembangan pasar modal dan pasar kredit terhadap inovasi.

Berkaitan dengan perbedaan pengaruh tersebut penelitian ini menduga bahwa ketika pasar modal menstimulasi kinerja inovasi, maka sebaliknya, pasar kredit justru menghambat kinerja inovasi (Hsu *et al.*, 2014; Brown *et al.*, 2015). Beberapa studi terdahulu menunjukkan bahwa mekanisme pendanaan pasar kredit memiliki cenderung menghambat kinerja inovasi. Penelitian Hellwig (1991) dan Rajan (1992) yang berargumen bahwa bank yang memiliki kekuatan (*power*) terkadang justru menekan inovasi dengan cara menyamakan informasi penting mengenai bunga kredit, dan lebih berpihak pada perusahaan-perusahaan yang lebih mapan. Informasi internal mengenai sebuah perusahaan, bank-bank tersebut dapat menyusun komposisi bunga dan memperkirakan imbal hasil yang tinggi dari perusahaan, yang mana hal ini akan berakibat pada kemampuan perusahaan untuk

berinvestasi jangka panjang pada proyek-proyek baru yang bersifat inovatif. Studi Weinstein dan Yafeh (1998) dan Morck dan Nakamura (1999) menegaskan bahwa pasar kredit memiliki kecenderungan untuk bias terhadap investasi-investasi yang diajukan oleh perusahaan untuk membiayai proyek-proyek baru yang inovatif.

Beberapa studi terdahulu menunjukkan bahwa mekanisme pendanaan pasar modal memberi peluang bagi perusahaan untuk berinvestasi pada teknologi inovatif. Perolehan dana dari pasar modal membuat perusahaan memiliki keleluasaan untuk menakar ketidakpastian yang memiliki potensi bisnis melalui aktivitas inovasi. Brown *et al.* (2009) menegaskan bahwa pasar modal memiliki beberapa keunggulan dibanding pasar kredit dalam meningkatkan kinerja inovasi.

Keunggulan pertama, tidak seperti kreditor, pemegang saham dapat membagikan keuntungan manakala aktivitas inovasi mengalami kesuksesan di pasar. Kedua, tidak seperti pembiayaan menggunakan kredit, pendanaan pasar modal tidak membutuhkan jaminan. Pemberian jaminan merupakan hal yang sangat sulit diwujudkan karena sebagian besar perusahaan inovatif kurang memiliki aset tetap berwujud. Kepemilikan aset perusahaan tersebut berupa aset intelektual yang tidak berwujud yang sulit divalusi menggunakan dari lensa kolateral. Ketiga, risiko terjadinya kesulitan keuangan tidak akan meningkat dengan adanya tambahan pendanaan yang berwujud ekuitas. Risiko kesulitan keuangan, yang mana hal ini menjadi berharga bagi perusahaan-perusahaan yang berinvestasi pada bidang-bidang yang bersifat inovatif.

Menganalisis hubungan struktur pendanaan dan kinerja inovasi, Hsu *et al.*, (2014) mengumpulkan data inovasi dan perkembangan pasar keuangan dari 34 negara yang terdaftar dalam database *World Intellectual Property Organization (WIPO) Patent Report, the U.S. Patent and Trademark Office (USPTO), dan World Development Indicators and Global Development Finance (WDI/GDF)*. Sampel mereka meliputi negara-negara maju seperti: U.S., U.K., dan Jepang dan negara-negara industri baru seperti: China, India, and Brazil. Hsu *et al.* (2014) menyatakan bahwa perkembangan pasar modal suatu negara (yang diukur menggunakan kapitalisasi pasar modal terhadap GDP) berhubungan positif dan signifikan dengan pertumbuhan level inovasi industri. Secara lebih spesifik, peningkatan kapitalisasi pasar suatu negara sebesar satu standar deviasi akan mengakibatkan pertumbuhan kinerja inovasi (yang diukur menggunakan paten yang didaftarkan) sebesar 3.01~5.78%.

Perkembangan pasar kredit (yang diukur menggunakan total kredit) berhubungan negatif dengan pertumbuhan kinerja inovasi. Bukti empiris yang dihasilkan oleh Hsu *et al.* (2014) menunjukkan bahwa peningkatan kredit suatu negara untuk sektor privatnya sebesar satu standar deviasi akan mengakibatkan penurunan kinerja inovasi (yang diukur menggunakan paten yang didaftarkan) sebesar 3.47~5.62%.

Perumusan Masalah

Berdasar latar belakang dan perumusan masalah, maka pertanyaan penelitian yang relevan untuk dipecahkan adalah:

1. Adakah pengaruh struktur pendanaan yang berasal dari pasar modal dan pasar kredit terhadap kinerja inovasi?
2. Bagaimana pengaruh faktor fundamental perusahaan terhadap relasi antara pasar keuangan dan kinerja inovasi?

Kontribusi Penelitian

Penelitian ini akan berkontribusi pada dua aliran literatur. Kontribusi pertama penelitian ini pada literatur inovasi yang telah berkembang dengan sangat pesat, baik secara

teoritis maupun empiris. Manso (2010) membangun model yang menyatakan bahwa kontrak manajerial yang mengakomodir toleransi kegagalan dalam jangka pendek dan penghargaan untuk kesuksesan di masa mendatang merupakan bentuk kontrak yang sesuai untuk menumbuhkembangkan inovasi.

Ferreira *et al.* (2014) membuktikan bahwa jika dibanding kepemilikan publik, maka kepemilikan privat lebih meningkatkan kinerja inovasi. Beberapa faktor lain yang mempengaruhi kinerja inovasi adalah peraturan perundang-undangan (White, 2005; Acharya & Subramanian, 2009), tata kelola perusahaan (Hoskisson *et al.*, 2002), struktur modal (O'Brien, 2003), likuiditas saham (Fang *et al.*, 2014), kompetisi produk di pasar (Aghion *et al.*, 2005), perilaku investor atas kegagalan (Tian & Wang, 2014), dan kepemilikan institusional (Aghion *et al.*, 2009). Pada literatur inovasi, penelitian ini akan berkontribusi memberikan bukti empiris peran variabel makro, yaitu pasar keuangan terhadap kinerja inovasi perusahaan di negara sedang berkembang, yaitu Indonesia.

Kontribusi kedua penelitian ini pada literatur keuangan dan pertumbuhan ekonomi. Hsu *et al.* (2014) menyatakan bahwa studi hubungan perkembangan pasar keuangan dan pertumbuhan ekonomi telah dimulai oleh Schumpeter (1911) dan Robinson (1952). Hasil studi terkini menunjukkan terjadinya dua konvergensi atas peran hubungan tersebut. Pertama, yang berargumen bahwa agar dapat berkembang, pasar keuangan harus meningkatkan volume simpanan untuk mendukung aktivitas investasi (Bencivenga & Smith, 1991; Jappelli & Pagano, 1993). Kedua, yang berargumen bahwa produktivitas perusahaan yang menjadi determinan inovasi (Greenwood & Jovanovic, 1990; King & Levine, 1993). Penelitian ini berkontribusi dalam memberikan bukti pendahuluan untuk argumen pertama.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Persaingan dalam industri memaksa perusahaan agar berinovasi secara berkelanjutan karena kemampuan ini akan menentukan pertumbuhan, kesuksesan dan keberlanjutan perusahaan (Varis & Littunen, 2010). Inovasi memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk menemukan pasar baru bagi produk dan jasa yang dihasilkannya (McDermott & O'Connor, 2000). Namun, inovasi selalu dihadapkan pada kompleksitas proses yang mengandung risiko dan ketidakpastian (O'Connor & Veryzer, 2001) karena inovasi membutuhkan sumberdaya yang lebih besar, baik sumberdaya keuangan, sumberdaya manusia maupun sumberdaya penelitian (Stringer, 2000).

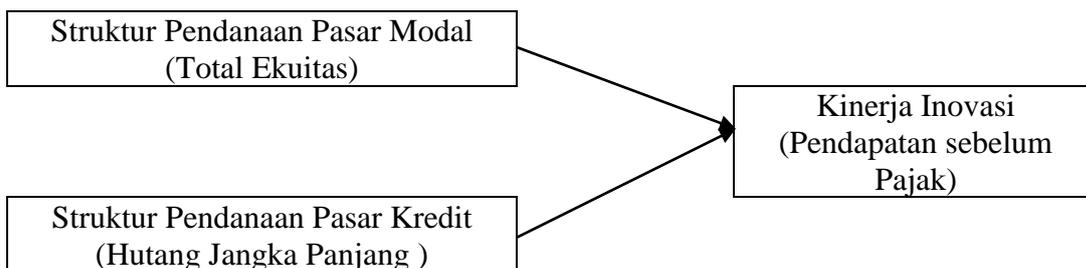
Studi pengaruh sumberdaya keuangan terhadap kinerja inovasi telah banyak dilakukan. Salah satu studi menarik dilakukan Brown *et al.* (2009) yang menganalisis hubungan antara suplai pembiayaan, inovasi, dan pertumbuhan perusahaan pemula dan perusahaan mapan yang berteknologi tinggi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh signifikan antara sumber pembiayaan yang berasal dari arus kas dan ekuitas eksternal dan aktivitas R&D hanya ditemukan pada perusahaan pemula, namun tidak terjadi pada perusahaan yang telah mapan. Temuan Brown *et al.* (2009) berkontribusi dalam menjelaskan pengaruh *R&D boom* terhadap munculnya perusahaan-perusahaan baru berteknologi tinggi di Amerika Serikat pada tahun 1990-2004.

Studi lain membahas terjadinya *funding gap* untuk investasi pada aktivitas inovasi. Hall dan Lerner (2009) menganalisis fenomena *underinvestment* yang dilakukan oleh pelaku pasar keuangan. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa perusahaan pemula yang inovatif mengalami permasalahan tingginya biaya modal yang mana masalah tersebut tidak dapat diselesaikan sepenuhnya oleh kehadiran perusahaan ventura. Sebaliknya, hasil penelitian juga menunjukkan bukti yang beragam untuk permasalahan tingginya biaya modal karena sebagian dari mereka mampu mengelola pendanaan internalnya dengan lebih baik. Hall dan Lerner (2009) menyatakan bahwa perusahaan ventura memiliki keterbatasan dalam mengisi

funding gap, terutama pada negara-negara yang belum membangun pasar modalnya dengan baik.

Studi sensitivitas *investment-cash flow (ICF)* dilakukan oleh Brown dan Peterson (2009) untuk menjawab kelangkaan riset yang menganalisis perubahan ICF dari waktu ke waktu dan pengaruh investasi pada aktivitas penelitian dan pengembangan (R&D) pada pasar modal terhadap estimasi sensitivitas ICF. Brown dan Peterson (2009) menunjukkan bahwa selama tahun 1990-2006, sensitivitas ICF: 1) cenderung menurun untuk investasi pada aset berwujud; 2) cukup kuat pada aktivitas R&D; 3) menurun nilainya untuk keseluruhan investasi. Karenanya mereka menyarankan perubahan struktur investasi yang mendorong terjadinya peningkatan pendanaan publik sebagai sumber modal khususnya bagi perusahaan dengan kondisi arus kas negatif.

Selanjutnya, penelitian ini menduga bahwa ketika pasar modal menstimulasi kinerja inovasi, maka sebaliknya, pasar kredit justru menghambat kinerja inovasi (Hsu *et al.*, 2014; Brown *et al.*, 2015). Hubungan keduanya divisualisasikan oleh Gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Berpikir Penelitian

Berdasarkan rangkaian argumen yang disusun, maka penelitian ini merumuskan hipotesis penelitian, sebagai berikut:

“Pendanaan yang berasal dari pasar modal memiliki relasi positif dengan kinerja inovasi perusahaan. Sebaliknya, pendanaan yang berasal dari pasar kredit memiliki relasi negatif dengan kinerja inovasi perusahaan”.

METODE PENELITIAN

Disain Penelitian

Untuk menjawab pertanyaan penelitian, maka dibutuhkan disain penelitian yang menggabungkan pendekatan kuantitatif dan kualitatif yang dilakukan secara berurutan/sekuensial. Pendekatan kuantitatif digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama dan selanjutnya, pendekatan kualitatif digunakan untuk menjawab pertanyaan kedua. Kedua pendekatan ini bersifat komplementer untuk menambah daya penjas dan kontribusi penelitian, selain menutupi kekurangan yang terjadi dari digunakannya pendekatan tunggal.

Definisi Operasional Variabel

Data yang digunakan dalam penelitian ini sebagian besar berasal dari *database* Bursa Efek Indonesia yang dipublikasikan secara berkala. Pemilihan proksi untuk masing-masing variabel dijustifikasi berdasarkan penelitian terdahulu. Berdasarkan kajian literatur, penelitian terdahulu menggunakan beragam proksi untuk mengukur kinerja inovasi, seperti: rasio penjualan tahunan untuk produk baru yang dihasilkan perusahaan (He & Wong, 2004;

Fosfuri & Tribo, 2008); anggaran penelitian dan pengembangan (Liu & Buck, 2007), jumlah paten (He & Wong, 2004).

Menurut Johannessen *et al.* (2001) inovasi dipertimbangkan sebagai kebaruan (*newness*), namun memiliki perbedaan mendasar dengan invensi yang tidak selalu melibatkan proses komersialisasi. Berdasar kriteria kebaruan, Johannessen *et al.* (2001) menyatakan bahwa kebaruan terletak pada: 1) produk baru; 2) jasa baru; 3) metode produksi baru; 4) pasar baru yang dibuka oleh perusahaan; 5) sumber bahan baku baru; dan 6) cara atau strategi baru dalam mengelola perusahaan. Kriteria kebaruan Johannessen *et al.* (2001), maka dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang tercatat pada indeks LQ-45 telah melakukan inovasi karena mereka adalah 45 perusahaan kinerja perdagangan saham teraktif. Berdasarkan pertimbangan penelitian terdahulu dan keterbatasan data yang tersedia untuk publik pada pasar modal di Indonesia, maka penelitian ini memodifikasi proksi untuk variabel penelitian sebagaimana ditunjukkan Tabel 1. Guna mengeliminir pengaruh ukuran perusahaan, maka setiap variabel penelitian dibagi dengan total aset perusahaan sehingga menghasilkan nilai rasio untuk masing-masing variabel.

Tabel 1. Organisasi Data

Variabel	Proksi	Definisi
Kinerja inovasi	Rasio total penjualan dengan total aset	Total penjualan adalah jumlah penjualan perusahaan
Pasar modal	Rasio total ekuitas dengan total aset	Total ekuitas adalah ekuitas pemegang saham ditambah laba ditahan
Pasar kredit	Rasio hutang jangka panjang dengan total aset	Hutang jangka panjang adalah kredit yang diperoleh dari perbankan

Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

Jenis dan Sumber Data

Pendekatan kuantitatif dan kualitatif yang digunakan dalam penelitian ini membutuhkan jenis dan sumber data yang berbeda namun saling melengkapi. Tabel 2 menyajikan identifikasi jenis dan sumber data yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

Tabel 2. Identifikasi Jenis dan Sumber Data

Pendekatan Penelitian	Sumber Data	Jenis Data
Kuantitatif	Sekunder	Data penjualan, total ekuitas, hutang jangka panjang dan total aset
		Data faktor fundamental perusahaan, seperti: komposisi dewan direksi, usia perusahaan, kapitalisasi pasar, dan data pendukung terkait lainnya
Kualitatif	Primer	Kutipan pimpinan perusahaan, manajer atau jabatan eksekutif puncak lainnya yang dipublikasi di surat kabar, majalah, atau media elektronik
		Narasi atau berita mengenai <i>corporate action</i> yang dipublikasikan untuk tujuan keterbukaan informasi

Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

Justifikasi Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian disusun secara bertujuan untuk dapat menjawab misi utama penelitian ini, yaitu sebagai studi pendahuluan yang berupaya memahami relasi antara struktur pendanaan pada pasar modal dan pasar kredit dengan kinerja organisasi. Sebagai studi pendahuluan, penelitian ini membutuhkan kekuatan data perusahaan yang berasal dari Bursa Efek Indonesia. Karenanya, perusahaan-perusahaan yang tercatat dalam Indeks LQ-45 selama periode Februari–Agustus 2016 dan September 2016–Januari 2017 dipilih sebagai sampel penelitian ini.

Berdasarkan kedua periode pencatatan, maka diperoleh 44 perusahaan yang mempertahankan kinerja berdasar kriteria indeks LQ-45. Perusahaan-perusahaan tersebut berasal dari berbagai klasifikasi industri dan sub-industri. Guna meningkatkan homogenitas antar sampel, maka industri perbankan dan jasa keuangan lainnya dikeluarkan dari sampel, yaitu sebanyak 7 perusahaan. Dengan demikian, didapatkan hasil akhir sebanyak 37 emiten/perusahaan.

Teknik Analisis Data

Pendekatan kuantitatif dan kualitatif membutuhkan teknik analisis data yang berbeda sesuai dengan tujuan dilakukannya penelitian. Pendekatan kuantitatif menggunakan teknik analisis regresi berganda yang dilengkapi dengan analisis deskriptif. Sedangkan pendekatan kualitatif yang berupaya memahami fenomena relasi memanfaatkan kekuatan teknik analisis kasus yang disusun secara kluster untuk menajamkan pembahasan. Tabel 3 menyajikan penjelasan penggolongan kluster berdasar nilai kapitalisasi pasar.

Tabel 3. Kasus berdasarkan Kluster Nilai Kapitalisasi Pasar

Type Klaster	Kapitalisasi Pasar	Jumlah Perusahaan	%	Kode Perusahaan yang masuk dalam Klaster
Klaster 1	>100 triliun	5	13	ASII,GGRM,HMSP,TLKM,UNVR
Klaster 2	11-100 triliun	24	65	AALI,ADRO,AKRA,BSDE, CPIN,ICBP,INCO,INDF,INTP, JSMR,KLBF,LPKR,LPPF, MNCN,PGAS,PTPP,PWON, SCMA,SMGR,SSMS, UNTR,WIKA,WSKT
Klaster 3	s.d. 10 triliun	8	22	ADHI,ANTM,ASRI,LSIP,MPPA,P TBA,SILO,SRIL

Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini berupaya mencari jawaban atas relasi sumber pendanaan yang berasal dari pasar modal, pasar kredit, dan kinerja inovasi menggunakan prinsip *ordinary least square*. Tabel 4 menyajikan statistik deskriptif untuk variabel rasio total penjualan berbanding total aset, rasio total ekuitas berbanding total aset, dan rasio hutang jangka panjang berbanding total aset. Sebagaimana diharapkan, maka dapat dilihat bahwa struktur pendanaan pasar modal berkorelasi secara signifikan dengan pasar kredit. Demikian pula korelasi signifikan ditemukan antara struktur pendanaan pasar modal dan pasar kredit dengan kinerja inovasi yang diprosikan dengan pendapatan sebelum pajak.

Tabel 4. Statistik Deskriptif untuk Variabel Penelitian

No	Variabel	N	Rata-rata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
1	Rasio total penjualan berbanding total asset	37	0,77	0,57	0,15	2,34
2	Rasio total ekuitas berbanding total asset	37	0,54	0,17	0,26	0,90
3	Rasio total hutang berbanding total asset	37	0,31	0,25	0,02	1,00

Sumber: data diolah (2017)

Pengujian model menggunakan persamaan regresi berganda untuk membuktikan relasi pendanaan pasar modal dan pasar kredit dengan kinerja inovasi perusahaan. Relasi pendanaan menggunakan pasar modal yang diproksi dengan total ekuitas menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,048 dengan nilai t hitung sebesar -2,06. Statistik menunjukkan hasil yang signifikan, namun berdasarkan arah hubungan, hasil tersebut tidak mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa pendanaan yang berasal dari ekuitas memiliki relasi positif dengan kinerja organisasi.

Relasi pendanaan menggunakan pasar kredit yang diproksi dengan total hutang jangka panjang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,001 dengan nilai t hitung sebesar -3,66. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa pendanaan yang berasal dari hutang jangka panjang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja inovasi.

Tabel 5. Hasil Pengujian Regresi

Variabel	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
Intercept	1,94	0,44	-	4,43	0,000
Rasio total ekuitas berbanding total aset	-1,27	0,62	-0,386	-2,06	0,048
Rasio total hutang berbanding total aset	-1,55	0,42	-0,69	-3,66	0,001
<i>Adj-R²</i>	0,24				
<i>F value</i>	6,77 (0,003)				

Sumber: data diolah (2017)

Berdasarkan perhitungan *Adj-R²* diperoleh nilai sebesar 24%. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja inovasi perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 dapat dijelaskan oleh struktur pendanaan yang berasal dari pasar keuangan (yaitu pasar modal dan pasar kredit) sebesar 24%. Adapun berdasarkan hasil pengujian model secara simultan menggunakan uji F menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 6,77 dengan probabilitas signifikansi 0,003, artinya pendanaan pasar keuangan secara simultan memengaruhi kinerja inovasi.

Pasar keuangan terdiri dari pasar modal yang menyediakan mekanisme pendanaan ekuitas dan pasar kredit yang menyediakan mekanisme pendanaan melalui liabilitas atau hutang. Berkaitan dengan hal tersebut, penelitian ini mengajukan premis utama bahwa ketika pasar modal menstimulasi kinerja inovasi, maka sebaliknya, pasar kredit justru menghambat kinerja inovasi (Hsu *et al.*, 2014; Brown *et al.*, 2015). Berdasarkan pengujian hipotesis, maka dapat dilihat bahwa pendanaan yang berasal dari ekuitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja organisasi, sebaliknya, pendanaan yang berasal dari hutang jangka panjang memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kinerja inovasi.

Relasi positif antara pendanaan pasar modal dan kinerja inovasi dapat dijelaskan oleh studi Levine dan Zervos (1998) yang menemukan hubungan positif dan signifikan antara pengembangan pasar modal dan pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang. Aktivitas penelitian dan pengembangan (R&D) yang bersifat inovatif memotivasi perusahaan untuk mencari alternatif pendanaan yang fleksibel, antara lain melalui *initial public offering (IPO)*.

Penelitian sebaliknya bahwa relasi negatif antara pendanaan pasar kredit dan kinerja inovasi dapat dijelaskan oleh studi Stiglitz (1985), Hellwig (1991), dan Rajan (1992) menyatakan bahwa struktur kontrak pinjaman kredit kurang sesuai untuk perusahaan-perusahaan yang inovatif. Bagi perbankan, produk-produk inovatif cenderung masuk dalam kategori produk baru yang tidak memiliki potensi pasar yang teruji, sehingga menimbulkan ketidakpastian dan volatilitas imbal hasil. Bank yang memiliki kekuatan (*power*) terkadang justru menekan inovasi dengan cara menyamarkan informasi penting mengenai bunga kredit, dan lebih berpihak pada perusahaan-perusahaan yang lebih mapan.

Penelitian ini juga mendukung temuan Guadalupe *et al.* (2010) yang menyatakan bahwa perusahaan induk yang berasal dimiliki asing memiliki kinerja inovatif pada pasar domestik karena mampu menghasilkan inovasi dengan biaya yang lebih rendah dan juga kemudahan dalam akses pasar. Perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ-45 didominasi oleh kepemilikan asing. Sebagai contoh, AALI (yang masuk dalam kluster 2) merupakan salah satu perusahaan perkebunan kepala sawit terbesar di dunia yang telah berusia lebih dari 35 tahun. AALI memiliki aset lahan seluas 235.000 hektar di Pulau Sumatera, Kalimantan dan Sulawesi. AALI merupakan contoh perusahaan yang didominasi kepemilikannya oleh investor asing. Saat ini sebanyak 79,68% saham AALI dipegang oleh PT.Astra Internasional Tbk (ASTR). Adapun ASTR sendiri sahamnya dikuasai oleh Jardine Cycle & Carrier Limited sebanyak 50,11%.

Pengaruh usia dan ukuran perusahaan terhadap kinerja inovasi perusahaan masih menjadi perdebatan (lihat: Landry *et al.*, 2002; Koberg *et al.*, 2003; Beckeikh *et al.*, 2006). Salah satu kutub berpendapat bahwa akumulasi pengalaman dan pengetahuan yang tecermin dari usia perusahaan mengakibatkan perbedaan kapasitas kreativitasnya. Pendapat lain menyatakan bahwa perbedaan tersebut dipengaruhi oleh skala perusahaan (Traore, 2004). Studi Chandy dan Tellis (2000) menemukan bahwa semakin bertambah usia, perusahaan menjadi lebih birokratis, tidak lagi memberikan penghargaan yang lebih terhadap upaya-upaya inovatif dan sebaliknya. Penelitian ini turut berkontribusi dalam menjelaskan terjadinya ambiguitas pengaruh usia dan ukuran perusahaan.

KESIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini berupaya menganalisis relasi struktur pendanaan pasar modal dan pasar kredit terhadap kinerja inovasi dengan cara menguji dua hipotesis. Bahwasanya, pasar modal memiliki relasi positif dengan kinerja inovasi dan sebaliknya, pasar kredit berelasi

negatif dengan kinerja inovasi. Penelitian ini juga menambahkan desain kualitatif untuk mempertajam analisis atas kedua relasi tersebut.

Hasil analisis menunjukkan dukungan atas hipotesis yang diajukan. Pasar modal menunjukkan hubungan positif signifikan dengan kinerja inovasi. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa aktivitas penelitian dan pengembangan yang diproksikan sebagai keberhasilan kinerja inovasi, akan mampu meningkatkan performanya jika didanai oleh ekuitas. Sebaliknya, pasar kredit menunjukkan hubungan negatif yang signifikan dengan kinerja keuangan. Kesimpulan ini mengindikasikan bahwa pembiayaan yang berasal dari hutang jangka panjang dianggap kurang sesuai untuk mendukung aktivitas inovasi perusahaan.

Keterbatasan dan Saran Penelitian

Sebagai studi pendahuluan, penelitian ini memiliki keterbatasan dalam hal jumlah data dan periode yang digunakan, yaitu perusahaan yang masuk dalam kategori LQ-45 selama dua periode berturut-turut, yaitu Februari – Agustus 2016 dan September 2016 – Januari 2017.

Studi pendahuluan ini dapat dilanjutkan dengan cara memperluas analisis untuk saham-saham di Bursa Efek Indonesia, seperti yang tercatat pada Indeks Kompas 100 atau *Jakarta Islamic Index*. Perluasan analisis bertujuan untuk meningkatkan kekuatan model, selain memberikan kekuatan penjelasan dan prediksi atas relasi pasar keuangan dan kinerja inovasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Acharya, V. V., & Subramanian, K. V. 2009. Bankruptcy codes and innovation. *Review of financial studies*, 22(12), 4949-4988.
- Aghion, P., Bloom, N., Blundell, R., Griffith, R., & Howitt, P. 2005. Competition and innovation: An inverted-U relationship. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(2), 701-728.
- Aghion, P., Reenen, J. V., & Zingales, L., 2009. Innovation and Institutional Ownership. Working Paper, Harvard University.
- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. 1991. Financial intermediation and endogenous growth. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 195-209.
- Bilir, K., Chor, D., & Manova, K. 2014. *Host-country financial development and multinational activity* (No. w20046). National Bureau of Economic Research.
- Blass, A. A., & Yosha, O. 2001. *Financing R&D in Mature Companies: An Empirical Analysis*. Bank of Israel, Tel Aviv University. and CEPR, working paper.
- Brown, J. R., Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. 2009. Financing innovation and growth: Cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom. *The Journal of Finance*, 64(1), 151-185.
- Brown, J. R., Martinsson, G., & Petersen, B. C. 2013. Law, stock markets, and innovation. *The Journal of Finance*, 68(4), 1517-1549.
- Brown, J. R., Martinsson, G., & Petersen, B. C. 2015. Do Financing Constraints Matter for R&D? *CESIS Electronic Working Paper Series*, Paper No. 394.
- Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. 2014. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?. *The Journal of Finance*, 69(5), 2085-2125.
- Ferreira, D., Manso, G., & Silva, A. C. 2014. Incentives to innovate and the decision to go public or private. *Review of Financial Studies*, 27(1), 256-300.
- Fosfuri, A., & Tribó, J. A. 2008. Exploring the antecedents of potential absorptive capacity and its impact on innovation performance. *Omega*, 36(2), 173-187.

- Guadalupe, M., Kuzmina, O., & Thomas, C. 2010. *Innovation and foreign ownership* (No. w16573). National Bureau of Economic Research.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. 1990. Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of political Economy*, 98(5, Part 1), 1076-1107.
- Hall, R. 1993. A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 14(8), 607-618.
- Hall, B. H., & Lerner, J. 2009. The financing of R&D and innovation. in Hall & Rosenber. 2010. *Handbook of the Economics of Innovation*, 1, 609-639.
- He, Z. L., & Wong, P. K. 2004. Exploration vs. exploitation: An empirical test of the ambidexterity hypothesis. *Organization science*, 15(4), 481-494.
- Hellwig, M. 1991. Banking, financial intermediation and corporate finance. In: Giovanni, A., and C. Mayers (Eds), *European financial integration*, 35, 63.
- Holmstrom, B. 1989. Agency costs and innovation. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 12(3), 305-327.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. 2002. Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management journal*, 45(4), 697-716.
- Hsu, P. H., Tian, X., & Xu, Y. 2014. Financial development and innovation: Cross-country evidence. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 116-135.
- Jappelli, T. & Pagano, M. 1993. Information sharing in credit markets. *The Journal of Finance*, 48(5), 1693-1718.
- Johannessen, J. A., Olsen, B., & Lumpkin, G. T. 2001. Innovation as newness: what is new, how new, and new to whom?. *European Journal of innovation management*, 4(1), 20-31.
- King, R. G., & Levine, R. 1993. Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary economics*, 32(3), 513-542.
- Kortum, S., & Lerner, J. 2001. Does venture capital spur innovation?. In *Entrepreneurial inputs and outcomes: New studies of entrepreneurship in the United States* (pp. 1-44). Emerald Group Publishing Limited.
- Manso, G. 2011. Motivating innovation. *The Journal of Finance*, 66(5), 1823-1860.
- Morck, R., & Nakamura, M. 1999. Banks and corporate control in Japan. *The Journal of Finance*, 54(1), 319-339.
- O'Brien, J. P. 2003. The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 24(5), 415-431.
- Porter, M. E. 2000. Location, competition, and economic development: Local clusters in a global economy. *Economic development quarterly*, 14(1), 15-34.
- Rajan, R. G. 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.
- Tian, X., & Wang, T. Y. 2014. Tolerance for failure and corporate innovation. *Review of Financial Studies*, 27(1), 211-255.
- Varis, M., & Littunen, H. 2010. Types of innovation, sources of information and performance in entrepreneurial SMEs. *European Journal of Innovation Management*, 13(2), 128-154.
- Vivarelli, M. 2014. Innovation, employment and skills in advanced and developing countries: A survey of economic literature. *Journal of Economic Issues*, 48(1), 123-154.
- Weinstein, D. E., & Yafeh, Y. 1998. On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *The journal of Finance*, 53(2), 635-672.

White, M. J. 2005. *Economic analysis of corporate and personal bankruptcy law* (No. w11536). National Bureau of Economic Research.