

ANALISIS PENGARUH KOMPONEN *INTELECTUAL CAPITAL* TERHADAP KEPERCAYAAN DAN REAKSI INVESTOR: STUDI KASUS PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Dewantara Satria Yudha, Mohamad Nasir¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

Intellectual capital is recognized as a strategic which gives competitive advantages by corporate resources handling and optimalizing the outcome of intangible and tangible corporate resources. The purpose of this study is to investigate the relation between IC components, and response of investors and investors confidence. The Pulic's Value Added Intellectual Coefficient has been conducted to measure IC and measurement value added and value creation of physical capital, human capital, structural capital and proxy of innovative capital also proxy of relational capital which are would be the intellectual capital components. This study conduct the assumption of the stewardship theory in alternative to value addition according to the stakeholder theory. Data were collected from 2009 – 2010 annual report of 33 listed company on Indonesian Stock Exchange which are selected as LQ45. The researchers use the multiple regression to investigate the said relationships. The results does not support the hypothesis that firms' intellectual capital has a positive impact on investors response (M/B) and investors confidence (CAR) in a modified VAIC method. Furthermore, the result show that Value added capital employed (VACA) positively influences to investors response (M/B), while R&D expenditure has a negatif impact on investor response (M/B). The findings show that investors are still consider to physical assets and only focus on short-term investment performance. Then Advertising Expenditure positively influence investors confidence (CAR).

Key Word: Intellectual Capital, Investors Response, Investors Convidence, Market Value

Pendahuluan

Globalisasi memberi perubahan pada seluruh aspek kehidupan, dalam bidang ilmu pengetahuan dan teknologi, gaya hidup, sistem pertukaran informasi, dan perubahan dunia usaha di Indonesia. Berkembangnya dunia usaha memberi konsekuensi kepada persaingan yang semakin kompetitif, dan perubahan cara pandang pelaku usaha. Perubahan juga terjadi pada parameter penilaian terhadap perusahaan.

Keterbatasan dalam menjelaskan nilai perusahaan, mengakibatkan informasi laporan keuangan seringkali dianggap kurang memadai sebagai pelaporan kinerja keuangan. Dengan kata lain, informasi akuntansi tidak dapat digunakan dalam pembuatan keputusan investasi dan kredit. Seharusnya ada informasi lain yang perlu disampaikan kepada para pengguna laporan keuangan sehingga dapat menjelaskan nilai lebih yang dimiliki perusahaan.

Penciptaan nilai (*value creation*) dapat digunakan sebagai indikator pertumbuhan dan keberhasilan bisnis Ulum (2008). Penciptaan nilai bagi perusahaan adalah ketika perusahaan mampu menghasilkan sesuatu yang lebih dari sumber daya yang diinvestasikan. Dengan kata lain, penciptaan nilai perusahaan dihasilkan ketika perusahaan mampu mengelola dan memanfaatkan sumber daya yang dimiliki sehingga sumber daya tersebut dapat menciptakan *value added* bagi perusahaan. Menurut Ulum (2007), penciptaan nilai tidak berwujud (*intangible value creation*) harus mendapatkan perhatian yang cukup karena hal ini memiliki dampak yang sangat besar terhadap kinerja perusahaan. Lebih lanjut Ulum (2007) menyatakan bahwa dalam *value creation*, format yang terukur / berwujud (*tangible form*) seperti pendapatan tergantung pada format yang tidak berwujud (*intangible form*).

¹ Penulis penanggung jawab

Intellectual capital merupakan sumber penciptaan nilai tidak berwujud yang berhubungan dengan kemampuan karyawan, sumber daya organisasi dan sistem operasi serta hubungan dengan para *stakeholders* yang penting untuk menciptakan keunggulan kompetitif bagi perusahaan dalam industri (Lonnqvist, 2004 dalam Kujansivu dan Lonnqvist, 2007), selain itu IC juga memainkan peran penting dalam menciptakan keunggulan kompetitif perusahaan yang berkelanjutan (Kaplan and Norton, 2004 dalam Chen *et al.*, 2005). *Intellectual capital* sering kali menjadi faktor penentu utama perolehan laba suatu perusahaan (Astuti, 2005) dan dianggap sebagai kekuatan untuk mencapai kesuksesan bisnis (Pulic, 2002 dalam Goh, 2005).

Terkait dengan *tangible* dan *intangible* value yang tercermin dalam *tangible* dan *intangible asset*, pihak manajemen mempunyai informasi akurat yang tidak diketahui oleh investor luar, sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar maka informasi tersebut akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal adanya peristiwa tertentu yang dapat mempengaruhi perilaku investor. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga saham atau dengan menggunakan abnormal return (Jogiyanto, 2000, dalam Wahyuningsih 2007). Informasi yang disampaikan manajemen perusahaan tersebut dapat berupa informasi non-keuangan dan informasi keuangan dalam bentuk laporan keuangan yang terkandung di dalamnya informasi kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba, yang merupakan sinyal mengenai kinerja keuangan di masa akan datang yang dipakai sebagai dasar pengambilan keputusan. Jika informasi tersebut relevan bagi para pelaku pasar modal, maka informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai saham perusahaan yang bersangkutan. Akibatnya akan terjadi respon atau reaksi pasar berupa perubahan harga saham perusahaan yang bersangkutan ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan bertahan sampai ada informasi baru lainnya yang akan merubah harga saham kembali ke harga ekuilibrium yang baru (Jogiyanto, 2000). Jika investor bertransaksi dalam sebuah pasar, maka mereka dapat mendasarkan pada harga-harga yang merefleksikan berbagai rangkaian informasi, termasuk informasi laporan keuangan.

Investor sebagai salah satu stakeholder perusahaan belum dapat memperoleh informasi laporan keuangan yang mencerminkan nilai sesungguhnya *intellectual capital*, sehingga dalam laporan keuangan perusahaan benar-benar mencerminkan nilai total aset yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan latar belakang rumusan masalah tersebut, maka penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh komponen dari *intellectual capital* (VACA, VAHU dan STVA) dan *research and development expenditure* (RD) sebagai proksi dari *innovative capital* dan *advertising expenditure* (AD) sebagai proksi dari relational capital terhadap kepercayaan investor (CAR) dan reaksi investor (MB).

Literature Review dan Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan teori stakeholder, manajemen organisasi diharapkan untuk melakukan aktivitas yang dianggap penting oleh stakeholder mereka dan melaporkan kembali aktivitas-aktivitas tersebut pada stakeholder. Tujuan utama dari teori *stakeholder* adalah untuk membantu manajer korporasi mengerti lingkungan *stakeholder* mereka dan melakukan pengelolaan dengan lebih efektif di lingkungan perusahaan mereka. Namun demikian, tujuan yang lebih luas dari teori *stakeholder* adalah untuk membantu manajer korporasi dalam meningkatkan nilai dari dampak aktifitas-aktifitas mereka, dan meminimalkan kerugian-kerugian bagi *stakeholder*. Persepsi pasar yang berasal dari investor, kreditor dan stakeholder lain terhadap kondisi perusahaan biasanya tercermin pada nilai pasar saham perusahaan. Nilai pasar saham adalah keseluruhan nilai perusahaan dalam bentuk saham yang diterbitkan. Dengan kata lain, nilai pasar saham adalah jumlah yang harus dibayar untuk membeli perusahaan secara keseluruhan. Naik turunnya nilai pasar saham perusahaan dipengaruhi oleh nilai buku perusahaan, tingkat laba, gambaran ekonomi, serta spekulasi dan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai. Sedangkan nilai buku merupakan nilai dari kekayaan, hutang dan ekuitas perusahaan berdasarkan pencatatan historis dan biasanya tercantum dalam neraca. Ketika manajer mampu mengelola organisasi secara maksimal, khususnya dalam upaya penciptaan nilai bagi perusahaan, maka itu artinya manajer telah memenuhi aspek etika dari teori stakeholder, dan ketika para *stakeholder* berupaya untuk mengendalikan sumber daya organisasi, maka

orientasinya adalah untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Kesejahteraan tersebut diwujudkan dengan semakin tingginya return yang dihasilkan oleh organisasi. Para *stakeholder* berkepentingan untuk mempengaruhi manajemen dalam proses pemanfaatan seluruh potensi yang dimiliki oleh organisasi.

Menurut teori *stewardship* pemilik (*principal stakeholders*) perusahaan adalah direktur dan karyawan (*principals* dan *stewards*). Teori *stewardship* adalah teori yang menggambarkan situasi dimana para manajer tidaklah termotivasi oleh tujuan-tujuan individu tetapi lebih ditujukan pada sasaran hasil utama mereka untuk kepentingan organisasi. Teori ini mempunyai dasar psikologi dan sosiologi yang telah tersusun, dimana para eksekutif sebagai *steward* termotivasi untuk bertindak sesuai keinginan *principals*, selain itu perilaku *steward* tidak akan meninggalkan organisasinya sebab *steward* berusaha mencapai sasaran organisasinya. Teori *Stewardship* didesain bagi para peneliti untuk menguji situasi dimana para eksekutif dalam perusahaan sebagai pelayan (*stewardess*) dapat termotivasi untuk bertindak dengan cara terbaik bagi *principal*-nya (Donaldson dan Davis, 1989, 1991). Selanjutnya (Chinn, 2000) *Stewardship theory* dibangun di atas asumsi filosofis mengenai sifat manusia yaitu bahwa manusia pada hakekatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab, memiliki integritas dan kejujuran terhadap pihak lain.

Berdasarkan teori ini kedua kelompok yaitu *principal* dan *steward* bekerja bersama-sama guna meningkatkan kesejahteraan sesuai keinginan mereka. *Principals* merekrut pegawai berdasarkan kemampuan mereka dalam menggerakkan sumber daya organisasi guna memaksimalkan *stakeholder benefit*. Ketika manajer mampu mengelola organisasi secara maksimal, terutama dalam upaya penciptaan nilai bagi perusahaan, maka itu artinya manajer telah memenuhi aspek psikologis dari teori ini. Penciptaan nilai (*value creation*) dalam konteks ini adalah dengan memanfaatkan secara optimal seluruh potensi aset perusahaan, baik karyawan (*human capital*), aset fisik (*physical capital*), maupun *structural capital*. Pengelolaan yang baik atas seluruh potensi ini akan menciptakan *value added* bagi perusahaan yang kemudian dapat mendorong kinerja keuangan perusahaan untuk kepentingan *stakeholders*. Meskipun demikian, pada akhirnya pegawai bekerja adalah guna memenuhi kebutuhan psikologis dan sosiologis mereka sendiri (Davis, Schorman dan Donaldson, 1997, dalam Kehelwalatenna dan Gunaratne, 2010). Selanjutnya, dapat dikatakan bahwa kedua pihak tersebut tidak berusaha meningkatkan nilai bagi pihak *stakeholder* yang lain, oleh sebab itu, nilai tambah seperti pembayaran bunga kepada kreditor dan pembayaran pajak kepada pemerintah merupakan hal diluar keinginan pemilik dan pegawai. Bahkan, nilai tambah seperti diatas dianggap sebagai efek samping dari usaha meningkatkan kesejahteraan pemilik dan keuntungan manajer.

Resource-based theory dipelopori oleh Penrose (1959), yang mengemukakan bahwa sumber daya perusahaan bersifat heterogen dan jasa produktif yang berasal dari sumber daya perusahaan memberikan karakter unik bagi tiap-tiap perusahaan (dalam Astuti dan Sabeni, 2005). *Resources Based Theory* membahas mengenai sumber daya yang dimiliki perusahaan dan bagaimana perusahaan tersebut dapat mengolah dan memanfaatkan sumber daya yang dimilikinya.

Market based theory memandang bahwa kinerja perusahaan tidak hanya ditentukan oleh faktor-faktor internal tetapi juga oleh faktor-faktor eksternal. Menurut Susanto (2007), konsep *market based theory* ini didasarkan atas konsep *competitive force model*. Dalam *competitive force model*, lima faktor pendorong eksternal yang harus diperhatikan oleh sebuah organisasi agar mampu memperoleh keunggulan kompetitif dalam lingkungan bisnis, yaitu : 1) Ancaman pemain baru dalam bisnis, 2) Persaingan diantara perusahaan yang berada dalam satu sektor rindustri, 3) Ancaman adanya produk atau layanan pengganti, 4) Kekuatan pemasok, 5) Kekuatan pembeli. Kekuatan kolektif dari kelima

faktor pendorong ini akan menentukan potensi keuntungan secara keseluruhan dalam sebuah industri.

Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) adalah sebuah metode yang dikembangkan oleh Pulic (1998, 1999, 2000), disebutkan bahwa nilai pasar perusahaan terbentuk oleh *capital employed* dan *intellectual capital* yang terdiri dari *human capital* dan *structural capital*. Pulic (2000) menyarankan bahwa metode VAIC digunakan untuk memperoleh informasi mengenai *value creation efficiency* dari aset berwujud (*tangible asset*) dan aset tak berwujud (*intangible asset*) yang dimiliki perusahaan. Mengukur efisiensi perusahaan dengan tiga tipe input; *physical financial capital*, *human capital*, dan *structural capital*, yang selanjutnya disebut *Capital Employed Efficiency* (VACA), *Human Capital Efficiency* (VAHU), dan *Structural Capital Efficiency* (STVA). Penjumlahan dari ketiga komponen tersebut yang menjadi nilai dari VAIC. Dengan VAIC yang semakin tinggi memerlukan pengelolaan pemanfaatan potensi penciptaan nilai perusahaan yang semakin baik.

Chen *et. al* (2005) meneliti secara empiris hubungan antara efisiensi value creation dan valuasi nilai pasar dengan kinerja keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa IC berdampak positif terhadap nilai pasar dan kinerja perusahaan. Sementara biaya iklan berpengaruh signifikan terhadap ROA dan ROE akan tetapi *research and development* (R&D) berpengaruh signifikan terhadap ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Selanjutnya penelitian Ulum (2008) menunjukkan bahwa IC berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja perusahaan sekarang dan masa depan.

Penelitian Dumay dan Tull (2007) menyatakan bahwa pengungkapan dari elemen-elemen IC dalam laporan keuangan pada perusahaan yang sensitif terhadap harga dapat berpengaruh terhadap nilai *cummulative abnormal return* (CAR) pada harga saham perusahaan, dan pasar lebih merespon pengungkapan elemen-elemen kekayaan internal perusahaan. Pengungkapan biaya R&D dan keputusan investasi pada R&D pada kenyataannya adalah lebih disebabkan karena masalah perbedaan kepemilikan informasi atau adanya asimetrik informasi. Mengungkapkan informasi R&D mungkin akan memberi signal bagi pesaing (Bhattacharya dan Ritter (1983) dalam Dumay dan Tull (2007). Program R&D yang diungkapkan secara detail akan menyebabkan perusahaan mengalami kerugian (*competitive disadvantage*), akan tetapi adanya pengungkapan program R&D yang dapat meningkatkan kualitas hasil produksi perusahaan atau dengan kata lain dapat meningkatkan profitabilitas jangka panjang perusahaan akan dapat membuat investor tidak segera untuk menjual saham secara tergesa untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek dari capital gain saham. Biaya R&D merupakan sumber daya yang unik dan sulit ditiru yang dapat menjadi suatu keunggulan kompetitif. Jika pasar percaya bahwa perusahaan tersebut memiliki program R&D yang unggul, maka persepsi mereka terhadap nilai perusahaan tersebut akan meningkat.

Khelwalatenna, S. dan P.S.M Gunaratne (2010) meneliti hubungan antara intellectual capital dan reaksi investor pada perusahaan sektor jasa keuangan dan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Sri Lanka. Hasil penelitian Khelwalatenna dan Gunaratne (2010) menunjukkan bahwa IC secara lemah berpengaruh positif terhadap kinerja internal (ROE) kedua sektor dan kinerja eksternal (HPR), hanya berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor jasa keuangan. Komponen-komponen IC berpengaruh positif terhadap reaksi investor.

Penelitian ini menggunakan model penelitian Khelwalatenna dan Gunaratne (2010). Khelwalatenna dan Gunaratne (2010) dalam penelitiannya mengenai pengaruh *intellectual capital* (dengan menggunakan sudut pandang yang berbeda) terhadap kinerja perusahaan dan reaksi investor menggunakan 2 model penelitian. Model penelitian yang pertama adalah menguji hubungan intellectual capital secara agregat terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pada model yang kedua, Khelwalatenna dan Gunaratne (2010) menggunakan ketiga komponen IC - VACA, VAHU dan STVA untuk menguji hubungan IC dengan reaksi investor.

Penelitian Kehelwalatenna dan Gunaratne (2010), menggunakan parameter VAIC yang telah dimodifikasi sesuai dengan pandangan teori stewardship, dalam menghitung besarnya VAIC - ukuran agregat kemampuan intellectual perusahaan dan proksi pengukuran IC – dan tiga sub-komponen VAIC yaitu VACA, VAHU, dan STVA. Modifikasi tersebut diterapkan guna mengembangkan kinerja metode pengukuran IC. Selaras dengan Kamath (2007) yang menekankan bahwa parameter dalam menghitung kinerja IC masih sangat luas. Oleh karena itu, modifikasi terhadap model VAIC diterapkan demi kegunaan praktis atas model penghitungan IC dalam sudut pandang yang berbeda, dengan tetap secara hati-hati mempertimbangkan asumsi-asumsi dasar dari model.

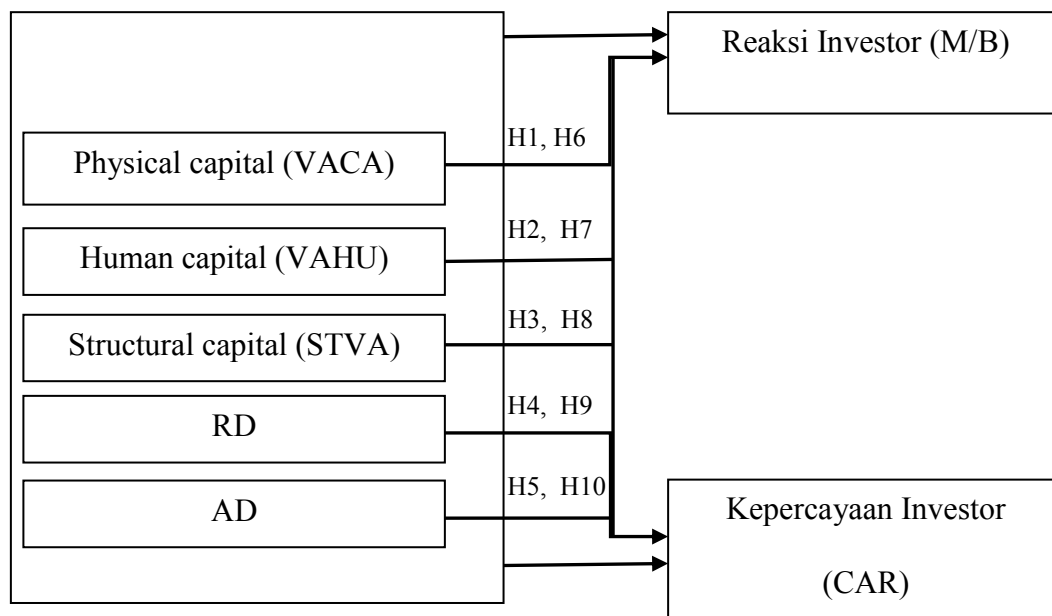
Sesuai dengan penelitian Chen *et. al* (2005) penelitian ini juga menambahkan *research and development expenditure* (RD) sebagai proksi dari *innovative capital* dan *advertising expenditure* (AD) sebagai proksi dari relational capital, sebab menurut Chen *et. al* (2005), STVA, SCE dari VAIC, hanya dapat merefleksikan proporsi *value added* dari *structural capital*. Dua hal penting dari *structural capital* kemungkinan luput dari ukuran STVA, yaitu *innovative capital* dan *relational capital*.

Penelitian ini juga berusaha menguji hubungan antara IC dengan kepercayaan investor yang diukur melalui nilai *cumulative abnormal return* (CAR). Berdasarkan Tayles *et. al* (2007) yang menyatakan bahwa pengungkapan IC mengurangi biaya transaksi dan ketidakpastian diantara pihak-pihak yang berhubungan. Selain itu, berdasarkan penelitian Healy dan hasil akhir yang dilaporkan oleh Healy dan Palepu (1993); Skinner, (1994); Walker, (1995); Botosan, (1997) bahwa pengungkapan IC yang makin tinggi akan memberikan informasi yang kredibel atau dapat dipercaya, dan akan mengurangi kesalahan evaluasi dalam harga saham perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini berusaha mencari bukti apakah IC berpengaruh terhadap reaksi dan kepercayaan investor.

Dengan melihat masing-masing kerangka berpikir di atas, maka dapat disusun kerangka pemikiran dari penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Penelitian

Intellectual Capital (VAIC)



Pengembangan Hipotesis

- H1 : Terdapat hubungan yang positif *value added capital employed* (VACA) terhadap reaksi investor (M/B).
- H2 : Terdapat hubungan yang positif *value added human capital* (VAHU) terhadap reaksi investor (M/B).

- H3 : Terdapat hubungan yang positif *value added structural capital* (STVA) terhadap reaksi investor (M/B).
- H4 : Terdapat hubungan yang positif biaya *Research and Development* (RD) terhadap reaksi investor (M/B).
- H5 : Terdapat hubungan yang positif *Advertising Expenditure* (AD) terhadap reaksi investor (M/B).
- H6 : Terdapat hubungan yang positif *value added capital employed* (VACA) terhadap kepercayaan investor (CAR).
- H7 : Terdapat hubungan yang positif *value added human capital* (VAHU) terhadap kepercayaan investor (CAR).
- H8 : Terdapat hubungan yang positif *structural capital value added* (STVA) terhadap kepercayaan investor (CAR).
- H9 : Terdapat hubungan yang positif *reaserch and development expenditure* (RD) terhadap kepercayaan investor (CAR).
- H10 : Terdapat hubungan yang positif *advertising expenditure* (AD) terhadap kepercayaan investor (CAR).

Metode Penelitian

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah reaksi investor dan kepercayaan investor. Menurut penelitian Ghosh dan Wu (2007) *market to book value* dapat digunakan sebagai proksi dalam mengukur reaksi investor. *Market value* atau nilai pasar adalah nilai suatu saham yang mencerminkan aktivitas bersama dari pembeli dan penjual di pasar modal (bursa saham). *Market to Book Value* (M/B) menunjukkan nilai sebuah perusahaan yang diperoleh dengan membandingkan nilai pasar perusahaan *market value* (M) dengan nilai bukunya *book value* (B).. *Market value* atau nilai pasar adalah nilai suatu saham yang mencerminkan aktivitas bersama dari pembeli dan penjual di pasar modal (bursa saham). Dalam Ghosh dan Wu (2007) nilai *market to book value* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$M/B = \frac{\text{Nilai pasar saham beredar}}{\text{Nilai buku saham beredar}}$$

Dimana :

Nilai pasar (M) = Jumlah saham yang beredar X Harga saham pada akhir tahun.

Nilai buku (B) = nilai buku ekuitas pemegang saham – modal disetor saham preferen

Kepercayaan Investor diukur dengan menggunakan *Cummulative Abnormal Return* (CAR). *Cummulative Abnormal Return* merupakan penjumlahan dari *abnormal return* hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan selisih return yang sesungguhnya terjadi dengan return normal. Return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* merupakan selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi.

Perhitungan return ekspektasi dalam penelitian ini dengan menggunakan model pasar (*Market Model*) yang dilakukan dengan dua tahap, yaitu pertama membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan kedua menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *Expected Return* di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (Ordinary Least Square) dengan persamaan:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i.R_{Mt} + e_{it}$$

Keterangan:

R_{it} = return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = intercept untuk sekuritas ke-i

β_i = koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

R_{Mt} = return indeks pasar pada periode estimasi ke-j

e_{it} = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

Model *market adjusted* :

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^{t-n} AR_{it}$$

Dimana:

CAR_{it} : Kumulatif abnormal return saham perusahaan i waktu t

AR_{it} : *Abnormal return* saham perusahaan i pada waktu t

$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$

Keterangan:

AR_{it} : *abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

R_{it} : return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah *Intellectual Capital*. *Intellectual Capital* adalah kinerja IC yang diukur berdasarkan value added yang diciptakan oleh *physical capital* (VACA), *human capital* (VAHU), dan *structural capital* (STVA). Kombinasi dari ketiga komponen tersebut disebut VAIC (*value added intellectual coefficient*) yang dikembangkan oleh Pulic (1998, 1999, 2000). Firer dan William (2003) menyebutkan dua kegunaan VAIC, yaitu VAIC menyediakan standar perhitungan yang mudah dan merupakan ukuran dasar yang konsisten sehingga memungkinkan analisis komparatif baik di perusahaan dan negara secara efektif. Dan data yang digunakan dalam perhitungan VAIC didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan, yang biasanya diaudit oleh akuntan publik yang profesional.

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah disebutkan diatas, sesuai dengan penelitian Kehelwalatenna, S. dan P.S.M Gunaratne (2010), penelitian ini pula menggunakan perhitungan VAIC yang telah dimodifikasi. Maksud dari modifikasi ini adalah untuk memasukkan pandangan atau perspektif yang berbeda dalam memandang IC, yaitu pandangan multidimensional, dimana value added didasarkan pada perspektif stewardship namun masih memperhitungkan adanya pandangan fundamental dan stakeholder. Pengukuran komponen *intellectual capital* secara sederhana dapat dihitung sebagai berikut:

$$VAIC = VACA + VAHU + STVA + RD + AD$$

$$VACA = VA/CE$$

$$VAHU = VA/HU$$

$$STVA = ST/VA$$

Dimana :

VACA : *Value Added Capital Employed* ; rasio dari VA terhadap CE.

VAHU : *Value Added Human Capital* : rasio dari VA terhadap CE.

STVA : *Structural Capital Value Added* : rasio dari SC terhadap VA

VA = *Retained Earnings + Total Staff Costs*

HU = seluruh pengeluaran untuk karyawan (*total staff cost*)

CE = *shareholder funds – defered expenses*

ST = VA - HU

RD = beban R&D ÷ nilai buku saham

AD = biaya iklan ÷ nilai buku saham

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009 – 2011. Adapun sampel dari penelitian ini adalah perusahaan yang tergolong dalam perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ 45 tahun 2009 – 2011. Sampel penelitian diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ 45 dan menerbitkan laporan keuangan pada tahun 2009 – 2011. Tahun ini dipilih karena adanya keterbatasan sumber data laporan keuangan tahun 2008 sehingga tidak dimungkinkan untuk memperpanjang periode penelitian hingga sebelum tahun 2009.
2. Perusahaan memiliki semua data yang diperlukan dalam penelitian. Perusahaan-perusahaan yang pada tahun tertentu datanya tidak lengkap maka perusahaan tersebut tidak dimasukkan ke dalam sampel penelitian.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan tahun 2009 – 2011 yang terdaftar di

Bursa Efek Indonesia (BEI), *company performance report* tahun 2009 – 2011 yang terdapat di BEI dan ringkasan perdagangan saham perusahaan yang terdaftar di BEI.

Dari 45 perusahaan yang masuk dalam perhitungan indeks LQ45 diperoleh 33 sampel perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian. Dengan jangka waktu pengamatan 3 tahun maka diperoleh perusahaan observasi sebanyak 99 perusahaan. Selanjutnya data outlier dikeluarkan dari sampel sebanyak 18 sampel untuk model pertama sehingga jumlah sampel akhir adalah 81 pengamatan dan data outlier dikeluarkan dari sampel untuk model kedua sebanyak 27 sampel, dan jumlah sampel akhir model adalah 72 pengamatan. Berikut rincian penentuan sampel dalam penelitian ini :

Tabel 1
Sampel Penelitian

Keterangan Sampel	Perusahaan	Presentase
Model pertama		
Jumlah pengamatan selama tahun 2009 – 2011	135	100%
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode tersebut tetapi tidak mempunyai data sesuai kriteria	(36)	(26,667%)
Perusahaan <i>outlier</i>	18	(13,333%)
Sampel akhir pengamatan	81	60%
Model kedua		
Jumlah pengamatan selama tahun 2009 – 2011	135	100%
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode tersebut tetapi tidak mempunyai data sesuai kriteria	(36)	(26,667%)
Perusahaan <i>outlier</i>	27	(20,%)
Sampel akhir pengamatan	72	53,33%

Sumber: data sekunder yang diolah, 2012.

Metode Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Metode analisis ini digunakan untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel independen dan variabel dependen untuk reaksi dan kepercayaan investor tahun 2009 – 2011. Sebelum melakukan analisis data perlu dilakukan uji asumsi klasik guna mendapatkan hasil yang terbaik (Ghozali, 2005). Tujuan pemenuhan asumsi klasik ini dimaksudkan agar variabel bebas sebagai estimator atas variabel terikat tidak bias.

Persamaan regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis dari H1 sampai H5 dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$M/B = \beta_0 + \beta_1 VACA + \beta_2 VAHU + \beta_3 STVA + \beta_3 R\&D + \beta_4 AD + \varepsilon \dots\dots\dots (1)$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 VACA + \beta_2 VAHU + \beta_3 STVA + \beta_3 R\&D + \beta_4 AD + \varepsilon \dots\dots\dots (2)$$

Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Objek Penelitian

Pada Tabel 2 dapat diketahui bahwa nilai rata-rata M/B adalah sebesar 3,488895, dengan nilai standar deviasi adalah sebesar 1,8390045. Nilai M/B tertinggi adalah 8,8584 dimiliki oleh PT Indo Tambang Megah Tbk pada tahun 2010 dan terendah adalah 0,4403 milik PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk tahun 2011. Nilai M/B yang menunjukkan nilai positif mengindikasikan bahwa nilai pasar perusahaan yang masuk dalam LQ 45 adalah tergolong baik.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Model 1

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VACA	0.0796	1.5656	0.779020	0.3307839
VAHU	1.9719	19.5783	7.146766	4.3617139
STVA	0.4929	0.9489	0.803714	0.1116874
RD	0.0002	0.2310	0.027964	0.0455724

AD	0.0001	0.0690	0.014418	0.0171163
M/B	0.4403	8.8584	3.488895	1.8390045

Sumber : output data pengolahan SPSS.

Nilai tertinggi VACA adalah 1,5656 yaitu dimiliki oleh PT Semen Gresik (Persero) Tbk di tahun 2009, VAHU terbesar senilai 19,5783 adalah milik Astra Agro Lestari tahun 2009, nilai maksimum STVA adalah 0,9489 adalah milik PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk tahun 2011, nilai RD tertinggi milik PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk tahun 2010 adalah sebesar 0,2310 dan AD tertinggi adalah 0,0690 dimiliki PT Telekomunikasi Indonesia Tbk pada tahun 2011. Selain itu, nilai terendah dari kelima variabel tersebut antara lain; VACA sebesar 0,0796 adalah milik PT Bakrieland Development Tbk tahun 2010, nilai minimum VAHU sebesar 1,9719 dan nilai minimum STVA sebesar 0,4929 dimiliki oleh PT Holcim Indonesia Tbk tahun 2010, kemudian nilai minimum RD adalah sebesar 0,0002 merupakan milik PT Bakrieland Development Tbk dan AD adalah sebesar 0,0001 merupakan milik PT Telekomunikasi Indonesia Tbk. Baik nilai rata-rata, nilai maksimum maupun nilai minimum yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan yang masuk dalam LQ 45 memiliki *intellectual capital* (IC) yang baik, artinya adalah keberadaan *intellectual capital* (IC) mampu meningkatkan nilai perusahaannya.

Pada Tabel 3 dapat diketahui nilai rata-rata CAR sebesar 0,205811 dan standar deviasi sebesar 0,5102604. Pada tahun 2010 PT United Tractors Tbk memiliki nilai CAR tertinggi yaitu 1,2357 dan terendah adalah milik PT Lippo Karawaci Tbk tahun 2009 sebesar negatif 1,0727. Nilai CAR yang menunjukkan nilai positif mengindikasikan bahwa nilai saham perusahaan di pasar naik atau meningkat. Sedang nilai CAR yang menunjukkan nilai negatif menindikasikan bahwa nilai saham perusahaan di pasar mengalami penurunan. Nilai maksimum VACA 1,5503 merupakan milik PT Timah (Persero) Tbk tahun 2011, VAHU sebesar 17,4782 dimiliki oleh PT Astra Agro Lestari Tbk pada tahun 2010, STVA 0,9428 yaitu milik PT Astra Agro Lestari Tbk di tahun 2010, nilai maksimum RD 0,0796 berasal dari PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk pada tahun 2010 dan AD adalah 0,0690 dimiliki PT Telekomunikasi Indonesia Tbk pada tahun 2011. Selain itu, nilai minimum kelima variabel tersebut antara lain; VACA sebesar 0,0796 dimiliki PT Bakrieland Development Tbk tahun 2010; VAHU sebesar 2,2234 merupakan milik bank BNI pada tahun 2009; STVA sebesar 0,5502 adalah berasal dari bank BNI pada tahun 2009, merupakan milik PT Bakrieland Development Tbk dan AD adalah sebesar 0,0001 merupakan milik PT Telekomunikasi Indonesia Tbk. Baik nilai rata-rata, nilai maksimum maupun nilai minimum yang positif dapat dijadikan indikasi bahwa perusahaan yang masuk dalam LQ 45 memiliki *intellectual capital* (IC) yang baik atau nilai perusahaan dipersepsi baik oleh investor.

Tabel 3
Statistik Deskriptif Model 2

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VACA	0.0796	1.5503	0.774218	0.3181397
VAHU	2.2234	17.4782	6.856876	3.9002629
STVA	0.5502	0.9428	0.805872	0.1002593
RD	0.0002	0.0796	0.017859	0.0204471
AD	0.0001	0.0690	0.012789	0.0159458
CAR	-1.0727	1.2357	0.205811	0.5102604

Sumber : output data pengolahan SPSS.

Hasil Analisis Data

Tabel 4
Hasil Regresi VACA, VAHU, STVA, RD dan AD terhadap Reaksi Investor

Variabel	Reaksi Investor (M/B)		Kepercayaan Investor (CAR)	
	Koefisien	t hitung	Koefisien	t hitung
Intercept	-0,927	-0,405	0,480	0,541
VACA	2,054	3,461*	0,172	0,863
VAHU	-0,029	-0,345	0,007	0,213

STVA	4,284	1,329	-0,691	-0,560
RD	-8,814	-2,094*	-0,563	-0,189
AD	-11,996	-1,003	8,888	2,279*
F hitung	3,793*		1,333	
Adj R-square	0,149		0,023	

* signifikansi = 0,05

Sumber output data pengolahan SPSS.

Berdasarkan Tabel 4 di atas maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$M/B = -0,927 + 2,054VACA - 0,029VAHU + 4,284STVA - 8,814RD - 11,996AD$$

Dengan melihat nilai signifikansi maka dapat diketahui bahwa variabel VACA dan RD yang berpengaruh signifikan terhadap M/B, sedangkan VAHU, STVA dan AD tidak berpengaruh signifikan terhadap M/B. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi variabel VACA dan AD yang lebih kecil dari α (0,05).

Dengan melihat hasil estimasi yang ada pada Tabel 4 maka dapat diketahui bahwa variabel VACA dan RD berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor (M/B) atau dengan kata lain H1 dan H4 diterima. Berbeda dengan variabel VACA, variabel VAHU, STVA dan AD tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor (M/B) atau H2, H3 dan H5 ditolak.

Pada Tabel 4 merupakan perhitungan *intellectual capital* per variabel pembentuknya. Dari persamaan regresi diperoleh bahwa variabel *physical capital* (VACA), dan *structural capital* (STVA) memiliki arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *capital employed* (VACA), dan *structural capital* (STVA) yang besar akan dapat menaikkan nilai pasar perusahaan perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ 45 tahun 2009-2011.

$$CAR = 0,480 + 0,172VACA + 0,007VAHU - 0,691STVA - 0,563RD + 8,888AD$$

Dengan melihat nilai signifikansi maka dapat diketahui bahwa hanya variabel AD yang berpengaruh signifikan terhadap CAR. Hal ini terlihat dari nilai variabel AD signifikan pada ($\alpha = 0,05$). Dengan melihat hasil estimasi yang ada pada Tabel 4 maka dapat diketahui bahwa hanya variabel AD berpengaruh signifikan terhadap kepercayaan investor (CAR) atau dengan kata lain hanya H5 yang diterima. sementara variabel VACA, variabel VAHU, STVA dan RD tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar (CAR) atau H1, H2, H3 dan H4 ditolak.

Hasil pengujian signifikansi secara simultan variabel independen terhadap variabel dependen M/B dapat dilihat dalam tabel 4 Berdasarkan uji statistik F menunjukkan bahwa dari model pertama di Tabel 4 secara keseluruhan variabel independen berpengaruh secara signifikan pada level 5% ($\alpha = 0,05$) terhadap variabel dependen. Hal ini berarti bahwa model regresi dapat digunakan.

Sedangkan model 2 pada Tabel 4 secara keseluruhan variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen CAR. Hal ini dapat dilihat dari nilai F sebesar 1,333 signifikan pada 0,261 di atas derajat kepercayaan 5% ($\alpha = 0,05$), dengan kata lain model dalam persamaan ini tidak dapat digunakan.

Pada Tabel 4 ditunjukkan nilai *adjusted R²* dari model regresi komponen IC yaitu VACA, VAHU, STVA, RD dan AD terhadap reaksi investor dan kepercayaan investor. Nilai *adjusted R²* untuk model pertama pada Tabel 4 diperoleh sebesar 0,149. Hal ini berarti bahwa 14,9 persen dari nilai M/B dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model tersebut.

Adapun nilai *adjusted R²* pada model kedua pada Tabel 4 diperoleh sebesar 0,023, Hal ini berarti bahwa hanya 2,3 persen dari nilai CAR dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model tersebut.

Pengaruh VACA, VAHU dan STVA, RD, AD terhadap Reaksi Investor

Menurut teori *stewardship*, manajemen perusahaan harus mampu melakukan aktivitas yang diharapkan oleh stakeholder mereka dan para stakeholder dapat mengawasi dan mengendalikan manajemen dalam mengelola sumber daya yang dimiliki perusahaan demi kepentingan stakeholder. Oleh karena, pengelolaan yang baik atas seluruh potensi yang dimiliki perusahaan akan menciptakan *value added* bagi perusahaan yang kemudian dapat mendorong kinerja keuangan perusahaan dan kemudian dapat mempengaruhi persepsi investor.

Variabel *value added capital employed* (VACA) terhadap M/B menunjukkan nilai t hitung 3,461 dengan signifikansi sebesar 0,001 ($\alpha < 0,05$). Hal ini berarti bahwa VACA (*value added capital employed*) berpengaruh signifikan positif terhadap M/B. Dengan demikian, hipotesis 1

dapat diterima. Dengan *value added of capital employed* (VACA) yang lebih besar, perusahaan akan cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih tinggi sehingga nilai perusahaan akan dipersepsi oleh pasar lebih baik yang kemudian direaksi dengan baik pula. Hal ini dibuktikan dengan hasil temuan regresi yang menunjukkan bahwa VACA yang berpengaruh signifikan dan positif terhadap M/B.

VACA adalah *value added* yang diciptakan dari efisiensi *physical asset*. VACA berpengaruh signifikan positif berarti nilai VACA yang tinggi memungkinkan terjadi peningkatan nilai M/B. Nilai VACA yang tinggi diikuti dengan naiknya M/B memberikan gambaran apabila penjualan perusahaan naik maka akan mengakibatkan laba perusahaan naik. Dengan naiknya penjualan maka nilai VACA akan semakin tinggi karena VA yang didapat semakin tinggi dan nilai CE turun. Dengan demikian, efisiensi dari aset fisik juga semakin baik. Hal ini berarti bahwa informasi mengenai efisiensi penggunaan aset fisik perusahaan dapat ditangkap pasar sehingga mengakibatkan rasio M/B naik. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Chen (2005) yang menyatakan bahwa VACA berpengaruh signifikan positif terhadap *market-to-book value ratio*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ 45 telah mampu mengelola aset fisiknya secara efisien sehingga dapat meningkatkan reaksi investor yang digambarkan dengan peningkatan harga saham dan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan peningkatan rasio M/B perusahaan.

Terhadap reaksi investor, variabel VAHU (*value added human capital*) berpengaruh tidak signifikan terhadap M/B. VAHU menunjukkan berapa banyak VA yang dapat dihasilkan dengan dana yang dikeluarkan untuk karyawan. VAHU menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap rupiah yang diinvestasikan dalam *human capital* terhadap *value added* perusahaan. Dari pengujian hipotesis yang telah dilakukan, menunjukkan nilai t hitung sebesar negatif 0,345 dengan signifikansi sebesar 0,731 ($\alpha > 0,05$). Hal ini berarti VAHU tidak berpengaruh signifikan terhadap *market-to-book value ratio*, dengan demikian, hipotesis 2 ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kehelwalatenna dan Gunaratne (2010) yang menyatakan bahwa aspek *human capital* dalam komponen IC tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor. VAHU yang tidak signifikan mempengaruhi nilai pasar (M/B) tidak sesuai dengan penelitian Chen *et.al* (2005) yang menyatakan bahwa VAHU berpengaruh signifikan terhadap M/B. Hal ini mengindikasikan bahwa keunggulan kompetitif *human capital* perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ 45 terhadap nilai perusahaan tidak berdampak pada persepsi pasar. Hal ini dapat dijelaskan mengingat dalam pasar saham banyak faktor eksternal yang mempengaruhi persepsi pasar terhadap nilai pasar perusahaan seperti kondisi makro ekonomi, sentimen pasar dan sejarah pergerakan pasar saham perusahaan.

VAHU (*value added human capital*) menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap rupiah yang diinvestasikan dalam *human capital* terhadap *value added* perusahaan. VAHU bernilai negatif berarti nilai VAHU yang tinggi dapat dimungkinkan terjadinya penurunan nilai M/B. Nilai VAHU yang tinggi diikuti dengan menurunnya M/B memberikan gambaran apabila beban karyawan perusahaan naik diharapkan kinerja karyawan ikut naik maka akan mengakibatkan laba perusahaan naik. Dengan kata lain naiknya beban karyawan maka nilai VAHU akan semakin tinggi karena VA yang didapat semakin tinggi dan nilai HU semakin tinggi. Meningkatnya nilai dari aset fisik juga akan meningkatkan nilai buku perusahaan. Akan tetapi meningkatnya nilai buku akibat meningkatnya *human capital* tidak direspon oleh pasar sehingga mengakibatkan rasio M/B turun.

STVA adalah rasio yang mengukur jumlah *structural capital* yang dibutuhkan untuk menghasilkan 1 rupiah dari *value added* perusahaan. Hasil pengujian bahwa variabel STVA tidak berpengaruh (nilai t hitung sebesar 1,329 dengan signifikansi sebesar 0,188) terhadap *market-to-book value ratio*. Dengan demikian hipotesis H3 ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Chen (2005) yang menyatakan bahwa STVA bukan merupakan ukuran yang tepat karena hanya merefleksikan *value added* dari *structural capital*. *structural capital* hanya diukur dengan VA dikurangi dengan *human capital*. Menurut Chen pengukuran ini belum dapat mencerminkan STVA secara keseluruhan sebab dua hal lain yaitu *innovative capital* dan *relational capital* terabaikan.

Berdasarkan hasil pengujian regresi, RD berpengaruh terhadap M/B. Hal ini dapat dilihat dari nilai t hitung sebesar -2,094 dengan signifikansi 0,040 ($p < 0,05$), Sehingga Hipotesis 4 diterima. RD berpengaruh signifikan terhadap M/B, menurut Chen karena RD mengandung informasi *innovative capital*. Perusahaan yang menganggarkan biaya RD tinggi tentunya memiliki

keinginan untuk terus belajar dan mengembangkan produk sesuai dengan perkembangan teknologi dan permintaan pasar. Produk-produk yang dihasilkan akan berupa produk-produk yang inovatif dan sarat teknologi. RD signifikan berpengaruh negatif terhadap M/B, sesuai dengan standar akuntansi keuangan, biaya RD dibebankan ketika terjadinya dan tentunya hal ini akan menurunkan *net income* perusahaan, yang kemudian menyebabkan nilai perusahaan bernilai rendah untuk sementara. Biaya RD dapat dilihat hasilnya terhadap kinerja perusahaan pada tahun berikutnya saat usaha penelitian dan pengembangan yang direncanakan perusahaan berhasil.

Hasil pengujian menunjukkan nilai *t* hitung sebesar -1,003 dengan signifikansi sebesar 0,319 ($p > 0,05$). Dengan demikian AD tidak berpengaruh terhadap M/B. Dengan demikian Hipotesis 5 ditolak. AD merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk tujuan promosi perusahaan serta promosi produknya. Seperti halnya RD biaya diakui pada waktu terjadinya, ini tentunya akan mengurangi *net income*. Oleh karena itu, kinerja perusahaan akan turun pada tahun yang sama. Menurunnya kinerja perusahaan maka nilai perusahaan akan direspon secara negatif oleh pasar.

Pengaruh VACA, VAHU, STVA, RD, AD terhadap Kepercayaan Investor

Dari data yang diperoleh dilakukan regresi untuk menghasilkan fungsi dari komponen *intellectual capital* (VACA, VAHU, STVA, RD dan AD) terhadap kepercayaan investor (CAR). Berdasarkan hasil pengujian regresi, VACA tidak berpengaruh terhadap CAR. Hal ini dapat dilihat dari nilai *t* hitung sebesar 0,863 dengan signifikansi 0,392 ($p > 0,05$). Sehingga Hipotesis 1 ditolak. Berdasarkan hasil pengujian regresi, VAHU tidak berpengaruh terhadap CAR. Hal ini dapat dilihat dari nilai *t* hitung sebesar 0,213 dengan signifikansi 0,832 ($p > 0,05$). Dengan demikian Hipotesis 2 ditolak.

Berdasarkan hasil pengujian regresi, STVA tidak berpengaruh terhadap CAR. Hal ini dapat dilihat dari nilai *t* hitung sebesar -0,560 dengan signifikansi 0,577 ($p > 0,05$). Dapat disimpulkan Hipotesis 3 ditolak.

Berdasarkan hasil pengujian regresi, RD tidak berpengaruh terhadap CAR. Hal ini dapat dilihat dari nilai *t* hitung sebesar -0,189 dengan signifikansi 0,850 ($p > 0,05$). Oleh karena itu dapat disimpulkan Hipotesis 4 ditolak.

Berdasarkan hasil pengujian regresi, AD berpengaruh signifikan terhadap CAR. Hal ini dapat dilihat dari nilai *t* hitung sebesar 2,279 dengan nilai probabilitas signifikansi 0,026 yang berada dibawah 0,05. Dengan demikian Hipotesis 10 diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa CAR dipengaruhi oleh variabel AD.

Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa dari komponen *intellectual capital* hanya AD yang berpengaruh signifikan terhadap CAR sementara, VACA, VAHU, STVA dan RD tidak berpengaruh terhadap CAR. Advertising expenditure atau biaya iklan merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk tujuan promosi perusahaan (pencitraan) serta promosi produknya. Melalui bentuk promosi perusahaan yang dikelola dengan baik misalnya dengan mengungkapkan *intellectual capital* yang jelas dan tepat waktu dalam laporan keuangan tahunan, persepsi dan kepercayaan pasar terhadap perusahaan tersebut akan ikut menjadi baik. Sesuai dengan penelitian Dumay dan Tull (2007) yang mengatakan bahwa pengungkapan *intellectual capital* dipersepsikan secara berbeda-beda oleh pasar dan pengungkapan yang dikaitkan dengan *human capital*, *internal capital* dan/atau *eksternal capital* akan dinilai secara berbeda pula oleh pasar.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *intellectual capital* terhadap reaksi investor dan kepercayaan investor. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *intellectual capital* yang terdiri dari VACA, VAHU, STVA, RD dan AD tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor dan kepercayaan investor. Komponen IC yang terdiri dari VACA, VAHU, STVA, RD dan AD hanya variabel VACA yang memiliki pengaruh positif terhadap reaksi investor, sementara RD berpengaruh negatif terhadap reaksi investor. Sedangkan variabel VAHU, STVA dan AD tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor.

Komponen IC yang terdiri dari VACA, VAHU, STVA, RD dan AD hanya variabel AD yang berpengaruh terhadap kepercayaan investor sedangkan yang lainnya tidak berpengaruh

signifikan. Berdasarkan ringkasan hasil pengujian dan pembahasan diatas, maka dapat ditarik kesimpulan :

1. *Intellectual capital* perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ 45 tidak berpengaruh terhadap reaksi dan kepercayaan investor di Indonesia.
2. Pasar (investor) cenderung memperhatikan informasi kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset fisiknya dalam menilai perusahaan, di sisi lain sumber daya yang dimiliki perusahaan tidak hanya sumber daya yang berwujud saja namun juga sumber daya tidak berwujud. Informasi kinerja atau kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset fisik dimilikinya hanya mencerminkan *tangible value* perusahaan saja, sementara informasi *intangibile value* yang mungkin memiliki manfaat yang lebih besar masih belum dapat ditangkap investor. Hal ini mengindikasikan bahwa pengungkapan mengenai *intellectual capital* dan komponennya dalam laporan keuangan masih belum optimal.

Keterbatasan

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan. Beberapa keterbatasan tersebut antara lain:

1. Penelitian ini hanya menggunakan nilai *market value to book value (M/B)* yang lebih praktis, dan secara cepat dapat diukur reaksi investor akibat adanya perubahan nilai perusahaan. Sementara tolok ukur yang lain seperti volume perdagangan saham dipasar dan ukuran fundamental lain dapat digunakan dalam mengukur reaksi investor.
2. Perhitungan nilai *cummulative abnormal return (CAR)* menggunakan *market model* (model pasar) dalam mencari nilai *expected return*, pertimbangan digunakannya *market model* dalam menghitung *return ekspektasi* adalah guna mendapatkan nilai *ekspektasi* yang lebih mendekati *ekspektasi pasar*. Akan tetapi *ekspected return* dengan menggunakan *market model* dipengaruhi oleh lamanya periode estimasi.
3. Penelitian ini hanya menggunakan data dengan periode waktu tahun 2009 – 2011 serta tidak mempertimbangkan faktor *time lag*.
4. Penelitian ini juga menggunakan perusahaan yang terdaftar dalam LQ 45 karena perusahaan yang tergolong dalam LQ45 dianggap sebagai emiten yang memiliki *liquiditas tinggi* yang cocok untuk melihat pengaruh variabel independen dalam penelitian ini, namun reaksi pasar tidak menunjukkan reaksi pasar secara keseluruhan.
5. Perhitungan beban karyawan dalam penelitian ini hanya menggunakan beban karyawan yang tercantum dalam laporan keuangan, dimana kebijakan laporan keuangan dan klasifikasi akun laporan keuangan berbeda sehingga perhitungan beban karyawan berbeda antar sampel pengamatan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian terdapat beberapa saran untuk perbaikan penelitian serupa yang dapat dijadikan acuan bagi peneliti yang akan datang antara lain sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya mungkin dapat mempertimbangkan untuk menggunakan ukuran yang berbasis market lainnya.
2. Penelitian selanjutnya mungkin dapat mempertimbangkan untuk menggunakan data dengan periode yang lebih panjang sehingga hasil yang diperoleh lebih baik dan akurat.
3. Dalam menghitung *cummulative abnormal return* diharapkan dalam penelitian selanjutnya menggunakan *mean adjusted model* atau *market adjusted model*, sehingga dapat dilihat konsistensi hasil penelitian ini.
4. Penelitian selanjutnya mungkin dapat mempertimbangkan untuk meneliti pengaruh *Intellectual capital* terhadap kepercayaan investor dengan menggunakan metode pengukuran *intellectual capital* yang berbeda.

Referensi

- Abdolmohammadi, Mohammad J. 2005. *Intellectual Capital Disclosure and Market Capitalization. Journal of Intellectual Capital*. Vol 6, No. 3, 397-416.



- Abdullah, Haslinda dan Valentine, Benedict. 2009. *Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance*. Euro Journals Publishing. Vol 4. 88-92
- Abeysekara, I. 2007. *Intellectual capital reporting between a developing and developed nation*. *Journal of Intellectual Capital*, 8(2), 329-345.
- Ang, Robert. 2007. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*. Jakarta: Penerbit Mediasoft Indonesia.
- Ardiati, A.Y. 2003. *Pengaruh Manajemen Laba terhadap Return Saham dengan Kualitas Audit sebagai Variabel Pemoderasi*. Makalah. Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Artinah, Budi dan Muslih, Ahmad. 2011. *Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Capital Gain, Ekonomi dan Akuntansi Indonesia*. Vol. 1, Maret 2011, hlm. 9-31.
- Bontis, N. 1998. *Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models*, *Management Decision*, 36(2), 63-76.
- Bontis, N. 1999. *Managing Organizational Knowledge by Diagnosing Intellectual Capital: Framing and Advancing the State of the Field*, *International Journal Technology Management*, Vol. 18, 434-450.
- Bontis, N., Keow, W.C.C. & Richardson, S. 2000. *Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries*, *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 85-100.
- Boedi, S. 2008. *Pengungkapan Intellectual Capital dan Kapitalisasi Pasar*. (Unpublished MSc. Thesis, Diponegoro Univ., 2008).
- Chen, M., Cheng, S. & Hwang, Y. 2005. *An Empirical Investigation of the Relationship Between Intellectual Capital and firms' Market Value and Financial Performance*, *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159-176.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. 1997. *Towards A Stewardship Theory of Management*, *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47
- Dumay, J. C. & Tull, J. A. 2007. *Intellectual Capital Disclosure and Price-Sensitive Australian Stock Exchange Announcements*, *Journal of Intellectual Capital*, 8 (2), 236-255.
- Wahyuningsih, Dwi R. 2007. *Hubungan Praktik Manajemen Laba Dengan Reaksi Pasar Atas Pengumuman Informasi Laba Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. (Unpublished MSc. Thesis, Diponegoro Univ., 2007).
- Firer, S dan S.M Williams. 2003. *Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance*. *Journal of Intellectual Capital*. Vol 4, No. 3, 348-360.
- Ghosh, D. & Wu, A. 2007. *Intellectual Capital and Capital Markets: Additional Evidence*, *Journal of Intellectual Capital*, 8(2), 216-235.
- Ghosh, D. & Wu, A. (2007), *Relevance of Financial and Non-Financial Measures to Financial Analysts: Experimental Evidence*. *Journal of Intellectual Capital*, 4-6
- Guthrie, J. 2001. *The Management, Measurement and The Reporting Intellectual Capital*. *Journal of Intellectual Capital*. Vol 2, No. 1, 27-41.
- Fanani, Z. 2008. *Faktor-Faktor Penentu Kualitas Pelaporan Keuangan dan Kepercayaan Investor*. Simposium Nasional Akuntansi IX. K-AKPM 11. Padang

- Imam Ghozali. 2005. *Analisis Multivariate Program IBM SPSS 19*. Ed.1, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Imaningati. 2007. *Pengaruh Intellectual Capital terhadap Kinerja Perusahaan Real Estate & Properti yang Terdaftar di BEI Tahun 2002-2006*. (Unpublished MSc. Thesis, Diponegoro Univ., 2007).
- Jogiyanto Hartono, 2008, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta, Ed. 5, BPFE Yogyakarta.
- Khelwalatenna, Sampath and Gunaratne, P. S. M. 2010. *Sri Lanka The impact of intellectual capital on the firm Performance and investor response: an empirical Study of selected sectors in colombo stock Exchange*. ICBI.1-23.
- Kuryanto, B., dan M. Syafrudin. 2008. *Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Kinerja Perusahaan*. Proceeding SNA XI. Pontianak.
- Maditinos et. al .2011. *The Impact of Intellectual Capital on Firm's Market Value and Financial Performance*. MIBES Transactions, Vol 5, Issue 1, Spring 2011.
- Lee P. M., O'Neill, H. M., 2001. *Ownership Structures and R&D Investments of u.s. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives*. *Jurnal Akuntansi Manajemen*. 4-26
- Munawarah. 2009. *Analisis Perbandingan Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Setelah Suspend Bei*. (Unpublished MSc. Thesis, Diponegoro Univ., 2009).
- Pulic, A. 2000. *An accounting tool for IC management*. National Chengchi University, Department of Accounting. Available online: <http://www.measuring-ip.at/Papers/ham99txt.htm>.
- Sawarjuwono, Tjiptohadi dan Kadir, A. P. 2003. *Intellectual capital: Perlakuan, Pengukuran dan Pelaporan (Sebuah Library research)*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 5, No. 1, 31-51.
- Ramadhan, I. Ibnu. 2009. *Pengaruh Intellectual Capital terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2002-2007*. (Unpublished MSc. Thesis, Diponegoro Univ., 2007).
- Stewart, T A. 1997. *Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations*. New York: Doubleday.
- Tan, H. P., Plowman, D., dan Hancock, P. 2007. *Intellectual Capital and Financial Returns of Companies*. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, No. 1. pp. 76-95.
- Ulum, Ghozali, I., dan Chariri, A. 2008. *Intellectual Capital dan Kinerja Keuangan Perusahaan: Suatu Analisis dengan Pendekatan Partial Least Squares*. SNA XI, Vol. 1, h. 1-32.
- Wahyuningsih, Dwi R. 2007. *Hubungan praktik manajemen laba dengan reaksi Pasar atas pengumuman informasi laba perusahaan Manufaktur di bursa efek jakarta*. (Unpublished MSc. Thesis, Diponegoro Univ., 2007).
- William, S. Chang. 2005. *The Different Proportion of IC Components and Firms' Market Performance: Evidence From Taiwan*. *International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 4, No. 4. 121-128.