

**PENGARUH MODAL INTELEKTUAL PADA KINERJA PASAR
PERUSAHAAN
(Studi Empiris pada Perusahaan Keuangan yang Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia)**

**NI WAYAN YUNIASIH
DEWA GEDE WIRAMA
I DEWA NYOMAN BADERA**

*Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana*

ABSTRACT

Intellectual capital is believed to be a contributing factor to companies' performances and values. Several studies have been carried out on the influence of this capital to a company's performance. However, the results still show some inconsistencies. Therefore, this study aims at re-evaluating the influence of intellectual capital through the addition of ownership structure as a control variable. Ownership structure needs to be controlled since, in Indonesia, it is likely to be concentrated due to the low rate of investor protection. Intellectual capital is measured by the VAICTM method, while the market performance is determined by the price to book value ratio. The sample is financial companies listed on Indonesian Stock Market during the 2004-2008 periods. The result of the analysis fails to support the hypothesis that intellectual capital is associated with firm's values. The result probably is an indication that market is incapable to assess the value of a company's intellectual capital because it has no standardized measure and the limited quantitative disclosure regarding intellectual capital.

Keywords: *intellectual capital, value added, ownership structure, market performance*

I. PENDAHULUAN

Modal intelektual (*intellectual capital*) merupakan topik yang baru berkembang beberapa tahun belakangan ini. Di Indonesia, fenomena *intellectual capital* (IC) mulai berkembang terutama setelah munculnya Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 19 (revisi 2000) tentang aktiva tidak berwujud. Menurut PSAK No. 19, aktiva tidak berwujud adalah aktiva nonmoneter yang dapat diidentifikasi dan tidak mempunyai wujud fisik serta dimiliki untuk digunakan dalam menghasilkan atau menyerahkan barang atau jasa, disewakan kepada

pihak lainnya, atau untuk tujuan administratif (Ikatan Akuntan Indonesia, 2007).

Bertolak belakang dengan meningkatnya pengakuan modal intelektual dalam mendorong nilai dan keunggulan kompetitif perusahaan, pengukuran yang tepat terhadap modal intelektual perusahaan belum dapat ditetapkan. Misalnya, Pulic (1998; 1999; 2000, 2003) tidak mengukur secara langsung modal intelektual perusahaan, tetapi mengajukan suatu ukuran untuk menilai efisiensi dari nilai tambah sebagai hasil dari kemampuan intelektual perusahaan (*Value Added Intellectual Coefficient – VAIC™*). Komponen utama dari VAIC™ dapat dilihat dari sumber daya perusahaan, yaitu *physical capital (value added capital employed – VACE)*, *human capital (value added human capital – VAHC)*, dan *structural capital (value added structural capital – VASC)*. Menurut Pulic (1998), tujuan utama dalam ekonomi yang berbasis pengetahuan adalah untuk menciptakan *value added*, sedangkan untuk dapat menciptakan *value added* dibutuhkan ukuran yang tepat tentang *physical capital* (yaitu dana-dana keuangan) dan *intellectual potential* (direpresentasikan oleh karyawan dengan segala potensi dan kemampuan yang melekat pada mereka). Lebih lanjut Pulic (1998) menyatakan bahwa VAIC™ menunjukkan bagaimana kedua sumber daya tersebut (*physical capital* dan *intellectual potential*) telah secara efisien dimanfaatkan oleh perusahaan. Metode ini berbeda dengan beberapa peneliti, Stewart (1997) menggunakan Tobins'q, Bontis *et al.* (2000) menggunakan *economic value added*, serta Iswati dan Anshori (2007) menggunakan *market book value ratio* sebagai ukuran modal intelektual.

Penelitian mengenai modal intelektual dalam konteks Indonesia menjadi sangat menarik karena berdasarkan survei global yang dilakukan *Taylor and Associates* pada tahun 1998 dalam Williams (2001) ternyata isu-isu mengenai pengungkapan modal intelektual merupakan salah satu dari sepuluh jenis informasi yang dibutuhkan pemakai. Selain itu, Abidin (2000) dalam Sawarjuwono dan Kadir (2003) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia akan dapat bersaing apabila menggunakan keunggulan kompetitif yang diperoleh melalui inovasi-inovasi kreatif yang dihasilkan oleh modal intelektual perusahaan. Penelitian mengenai modal intelektual menjadi penting karena modal intelektual merupakan salah satu aset vital perusahaan yang dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan mencapai keunggulan kompetitif.

Praktik akuntansi konservatisme menekankan bahwa investasi perusahaan dalam *intellectual capital* yang disajikan dalam laporan keuangan dihasilkan dari peningkatan selisih antara nilai pasar dan nilai buku. Jadi, jika misalnya pasarnya efisien, maka investor akan memberikan nilai yang tinggi terhadap perusahaan yang memiliki modal intelektual lebih besar (Belkaoui, 2003; Firer dan Williams, 2003). Semakin besar nilai *value added intellectual capital* semakin efisien penggunaan modal perusahaan (Appuhami, 2007). *Physical capital* sebagai bagian dari modal intelektual menjadi sumber daya yang menentukan kinerja perusahaan. Selain itu, jika modal intelektual merupakan sumber daya yang terukur untuk peningkatan *competitive advantages*, maka modal intelektual akan memberikan kontribusi terhadap kinerja perusahaan (Abdolmohammadi, 2005). Bagaimanapun, modal intelektual diyakini dapat

berperan penting baik dalam peningkatan nilai perusahaan maupun kinerja keuangan.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan, antara lain oleh Belkaoui (2003), Firer dan Williams (2003), Firer dan Stainbank (2003), dan Bollen (2005) menemukan IC berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Appuhami (2007) juga menemukan adanya hubungan positif antara modal intelektual dengan kinerja keuangan. Penelitian di Indonesia masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Iswati dan Anshori (2007) serta Ulum *et al.* (2008) menemukan bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Di sisi lain penelitian Kuryanto dan Safruddin (2008) menemukan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan.

Hasil penelitian di Indonesia yang tidak konsisten mungkin disebabkan oleh adanya pengaruh dari variabel lain yang tidak dikontrol oleh peneliti sebelumnya. La Porta *et al.* (1998) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan di negara dengan perlindungan investor yang rendah cenderung terkonsentrasi. Hal ini terjadi karena investor ingin melindungi diri dengan memperbesar kepemilikannya pada perusahaan sehingga saham akan cenderung terkonsentrasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat perlindungan investor di Indonesia termasuk dalam kategori rendah (U-Thai, 2005 yang dikutip oleh Nuryaman, 2008). Siregar (2008) menunjukkan bahwa 99% saham perusahaan di Indonesia terkonsentrasi pada pisah batas kepemilikan 10%. Hal ini menggambarkan adanya kendali pemegang saham mayoritas atas kebijakan perusahaan. Pemegang saham pengendali mempunyai kekuatan mengendalikan tindakan manajemen

termasuk dalam memanfaatkan modal intelektual yang dimiliki perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan struktur kepemilikan sebagai variabel kontrol.

Berdasarkan latar belakang tersebut peneliti termotivasi melakukan penelitian kembali mengenai pengaruh modal intelektual pada kinerja perusahaan. Adapun permasalahan yang diteliti dalam penelitian ini adalah apakah modal intelektual berpengaruh pada kinerja pasar perusahaan. Kinerja dalam penelitian ini menggunakan kinerja pasar untuk mengetahui nilai yang diberikan pasar atas modal intelektual yang dimiliki perusahaan. Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor keuangan (perbankan, asuransi, perusahaan efek, lembaga pembiayaan, dan lainnya) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai sampel penelitian.

II. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Williams (2001) mendefinisikan modal intelektual sebagai informasi dan pengetahuan yang diaplikasikan dalam pekerjaan untuk menciptakan nilai. Bontis *et al.* (2000) menyatakan bahwa secara umum, para peneliti mengidentifikasi tiga konstruk utama dari modal intelektual, yaitu *human capital*, *structural capital*, dan *customer capital*. Menurut Bontis *et al.* (2000), secara sederhana *human capital* merepresentasikan *individual knowledge stock* suatu organisasi yang direpresentasikan oleh karyawannya. *Human capital* merupakan kombinasi dari *genetic inheritance*, *education*, *experience*, and *attitude* tentang kehidupan dan bisnis.

Salah satu metode yang digunakan untuk mengukur modal intelektual adalah metode VAIC™. Metode VAIC™ dikembangkan oleh Pulic (1998),

didesain untuk menyajikan informasi tentang *value creation efficiency* dari aset berwujud (*tangible asset*) dan aset tidak berwujud (*intangible assets*) yang dimiliki perusahaan. Model ini dimulai dengan kemampuan perusahaan untuk menciptakan *value added* (VA). *Value added* adalah indikator paling objektif untuk menilai keberhasilan bisnis dan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam penciptaan nilai (*value creation*) (Pulic, 1998). *Value added* dihitung sebagai selisih antara *output* dan *input* (Pulic, 1999).

Resource based theory berpandangan bahwa perusahaan akan mendapatkan keunggulan kompetitif dan kinerja optimal dengan mengakuisisi, menggabungkan, dan menggunakan aset-aset vital untuk memperoleh keunggulan kompetitif dan kinerja optimal (Lev, 1997). Penyatuan aset berwujud dan tidak berwujud merupakan strategi potensial untuk meningkatkan kinerja (Belkaoui, 2003). Praktik akuntansi konservatisme menekankan bahwa investasi perusahaan dalam *intellectual capital* yang disajikan dalam laporan keuangan dihasilkan dari peningkatan selisih antara nilai pasar dan nilai buku. Jadi, jika misalnya pasarnya efisien, maka investor akan memberikan nilai yang tinggi terhadap perusahaan yang memiliki modal intelektual lebih besar (Belkaoui, 2003; Firer dan Williams, 2003). *Physical capital* sebagai bagian dari modal intelektual menjadi sumber daya yang menentukan kinerja perusahaan. Selain itu, jika modal intelektual merupakan sumber daya yang terukur untuk peningkatan *competitive advantages*, maka modal intelektual akan memberikan kontribusi terhadap kinerja perusahaan (Abdolmohammadi, 2005). Bagaimanapun, modal intelektual diyakini dapat berperan penting,

baik dalam peningkatan nilai perusahaan maupun kinerja keuangan. Penelitian Belkaoui (2003), Firer dan Williams (2003), Firer dan Stainbank (2003), dan Appuhami (2007) menunjukkan bahwa modal intelektual memiliki hubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan. Di Indonesia penelitian yang dilakukan oleh Iswati dan Anshori (2007), Ulum *et al.* (2008), serta Sianipar (2009) juga menunjukkan bahwa modal intelektual berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Berdasarkan landasan teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut.

H₁: Modal intelektual berpengaruh positif pada kinerja pasar.

III. METODE PENELITIAN

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2004 - 2008. Sektor keuangan terdiri atas perusahaan perbankan, asuransi, perusahaan efek, lembaga pembiayaan, dan lainnya. Sektor perbankan dipilih karena menurut Firer dan Williams (2003), industri perbankan merupakan salah satu sektor yang paling intensif modal intelektualnya. Selain itu, dari aspek intelektual, secara keseluruhan karyawan di sektor perbankan lebih homogen dibandingkan dengan sektor ekonomi lainnya (Kubo dan Saka, 2002 seperti yang dikutip oleh Ulum *et al.*, 2008). Bank dan asuransi dapat dikategorikan sebagai industri yang berbasis pada intelektualitas yang berinovasi dalam produk dan jasa serta pengetahuan dan fleksibilitas merupakan aspek kritis yang menentukan kesuksesan bisnis (Sianipar, 2009).

Pemilihan sampel penelitian didasarkan pada metode *nonprobability sampling* tepatnya metode *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan/kriteria tertentu (Sugiyono, 2003). Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

- (1) Perusahaan sampel terdaftar secara berturut-turut selama periode pengamatan, yaitu 2004 - 2008. Penggunaan perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut berkaitan dengan pengujian yang dilakukan. Selain menguji pengaruh modal intelektual sesuai dengan jumlah pengamatan yang diperoleh, penelitian ini juga menguji pengaruh rata-rata modal intelektual perusahaan selama periode pengamatan pada kinerja pasar.
- (2) Perusahaan sampel tidak memperoleh ekuitas negatif selama periode pengamatan. Syarat ini diterapkan karena perusahaan yang memiliki ekuitas negatif mengandung tingkat risiko yang sangat berbeda dengan perusahaan pada umumnya. Hal ini terjadi karena kemungkinan mengalami kejadian tertentu atau menghadapi kondisi tertentu sehingga berpotensi mengurangi kualitas simpulan yang akan dihasilkan jika perusahaan-perusahaan tersebut digunakan dalam sampel (Ahmed *et al.*, 2000).
- (3) Perusahaan tidak memperoleh laba negatif selama periode pengamatan. Syarat ini ditetapkan karena peneliti memprediksi pengaruh positif modal intelektual pada kinerja perusahaan. Laba negatif akan menyebabkan nilai modal intelektual perusahaan

menjadi negatif. Secara logis modal intelektual perusahaan seharusnya bernilai positif sehingga perusahaan yang memiliki nilai modal intelektual negatif dikeluarkan dari sampel.

Tabel 1 Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	2004	2005	2006	2007	2008	Jumlah
Populasi (perbankan, asuransi, lembaga pembiayaan, perusahaan efek, dan lainnya)	60	61	64	70	68	323
Emiten yang tidak terdaftar berturut-turut	(7)	(8)	(11)	(17)	(15)	(58)
Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(10)
Perusahaan yang memiliki modal intelektual negatif	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(50)
Jumlah Sampel Akhir	41	41	41	41	41	205

Sumber: BEI, data diolah

Berdasarkan proses pemilihan sampel diperoleh 41 perusahaan sebagai sampel penelitian yang meliputi 17 perusahaan perbankan, 8 asuransi, 7 lembaga pembiayaan, 6 perusahaan efek, dan 3 perusahaan kategori lainnya. Proses pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 1 di atas.

(1) Modal Intelektual

Modal intelektual dalam penelitian ini berfungsi sebagai variabel independen. Modal intelektual (*intellectual capital*) yang dimaksud dalam penelitian ini adalah modal intelektual yang diukur berdasarkan *value added* yang diciptakan dari *physical capital* (VACE), *human capital* (VAHC), dan *structural capital* (VASC). Kombinasi dari ketiga *value added* tersebut disimbolkan dengan nama VAIC™ yang dikembangkan oleh Pulic (1998; 1999; 2000, 2003). Pemilihan model VAIC™ sebagai ukuran atas modal intelektual mengacu pada penelitian Firer dan Williams (2003), Tan *et al.*

(2007), Ulum *et al.* (2008) dan Sianipar (2009). Formulasi perhitungan VAIC™ terdiri atas beberapa tahap, antara lain sebagai berikut:

- a. *Value Added* (VA), yaitu selisih antara *output* dan *input*.

$$\boxed{VA = OUT - IN} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

Output (OUT): Total penjualan dan pendapatan lain.

Input (IN): Beban dan biaya-biaya (selain beban karyawan).

- b. *Value Added Capital Employed* (VACE) menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap unit dari CE terhadap *value added* organisasi.

$$\boxed{VACE = VA/CE} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

Value Added (VA): Selisih antara *output* dan *input*

Capital Employed (CE): Dana yang tersedia (ekuitas)

- c. *Value Added Human Capital* (VAHC) menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap rupiah yang diinvestasikan dalam HC terhadap *value added* organisasi.

VAHC dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut.

$$\boxed{VAHC = VA/HC} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

Value Added (VA): Selisih antara *output* dan *input*

Human Capital (HC): Beban karyawan

- d. *Value Added Structural Capital* (VASC) mengukur jumlah SC yang dibutuhkan untuk menghasilkan 1 rupiah dari VA dan merupakan indikasi bagaimana keberhasilan SC dalam penciptaan nilai.

$$\boxed{VASC = SC/VA} \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan:

Structural Capital (SC): Selisih antara *value added (VA)* dan *human capital (HC)*

Value Added (VA): Selisih antara *output* dan *input*

Human capital (HC): Beban karyawan

- e. *Value Added Intellectual Coefficient (VAIC™)* mengindikasikan kemampuan intelektual organisasi. VAIC™ juga dapat dianggap sebagai *Business Performance Indicator (BPI)* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$\boxed{\text{VAIC}^{\text{TM}} = \text{VACE} + \text{VAHC} + \text{VASC}} \dots\dots\dots(5)$$

Business Performance Indicator (BPI) yang digunakan oleh Mavridis (2004), Kamath (2007), dan Ulum (2008) membagi modal intelektual perusahaan ke dalam empat kategori.

- a. *Top performers* – skor VAIC™ di atas 3
- b. *Good performers* – skor VAIC™ antara 2,0 sampai dengan 2,99
- c. *Common performers* – skor VAIC™ antara 1,5 sampai dengan 1,99
- d. *Bad performers* – skor VAIC™ di bawah 1,5

(2) Kinerja Pasar

Kinerja pasar pada penelitian ini diukur dengan rasio *price to book value (PBV)*. Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi sebagai perusahaan yang terus bertumbuh. *Price to book value* dipilih sebagai ukuran kinerja karena menggambarkan besarnya premi yang diberikan pasar atas modal intelektual yang dimiliki perusahaan. Selain itu, rasio PBV merupakan alat yang lebih baik dibandingkan dengan rasio P/E dalam mengevaluasi nilai relatif saham karena laba lebih banyak dipengaruhi oleh prosedur akuntansi dibandingkan dengan nilai buku (Aggarwal *et al.*, 1992). Pada perusahaan

kecil dan baru berdiri nilai laba yang dilaporkan mungkin negatif sehingga mengurangi makna dari rasio P/E. Laba yang dilaporkan cenderung tidak stabil sehingga dalam kondisi tersebut rasio PBV lebih memiliki kandungan informasi sebagai dasar pembuatan strategi investasi. Rasio PBV merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku ekuitas (Aggarwal *et al.*, 1992 dan Wirawati, 2008).

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham Penutupan}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}} \dots\dots\dots(6)$$

Nilai buku ekuitas yang digunakan adalah nilai buku per 31 Desember (t), sedangkan harga saham penutupan yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham penutupan pada tanggal publikasi laporan keuangan auditan di *website* BEI. Penelitian ini tidak menggunakan harga saham tanggal 31 Desember karena laporan keuangan auditan belum diterbitkan pada tanggal tersebut dan pasar belum mengetahui nilai buku ekuitas perusahaan. Dengan demikian, harga pasar tanggal tersebut tidak mencerminkan nilai buku ekuitas perusahaan.

Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor KEP-36/PM/2003 tentang kewajiban penyampaian laporan keuangan berkala menyatakan bahwa perusahaan wajib menerbitkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit paling lambat akhir bulan ketiga (90 hari) setelah tanggal laporan keuangan. Tanggal laporan keuangan yang digunakan perusahaan sampel adalah 31 Desember sehingga batas akhir penyampaian laporan keuangan adalah 31 Maret tahun berikutnya. Penelitian yang menghubungkan atribut laporan keuangan (misalnya laba) dengan harga pasar sering kali menggunakan harga penutupan pada

tanggal yang merupakan batas akhir waktu penyampaian laporan keuangan kepada pihak yang berwenang, seperti Bapepam di Indonesia dan *Securities and Exchange Commission* di Amerika Serikat. Tanggal tersebut pula yang digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Decow *et al.* (1999), Myers (1999), dan Wirama (2008). Namun, penelitian ini menggunakan harga saham pada tanggal publikasi laporan keuangan auditan di *website* BEI. Penelitian ini tidak menggunakan harga saham pada 31 Maret karena tidak ada perbedaan harga yang signifikan antara harga saham tanggal publikasi dan 31 Maret. Hasil pengujian tersebut sejalan dengan temuan Wirama (2008).

(3) Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan dalam penelitian ini menekankan pada adanya konsentrasi kepemilikan saham. Kepemilikan saham terkonsentrasi adalah suatu kondisi ketika sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok sehingga individu atau kelompok tersebut memiliki jumlah saham relatif dominan dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Konsentrasi kepemilikan saham pada penelitian ini diukur dengan pendekatan dikotomi. Nilai 1 diberikan bila ada persentase kepemilikan saham 50% atau lebih, sedangkan 0 bila persentase kepemilikan saham kurang dari 50%. Dalam PSAK 4, PSAK 7, PSAK 22, dan PSAK 38 dinyatakan bahwa kontrol pemegang saham dianggap efektif apabila mempunyai persentase kepemilikan 50% atau lebih. Penggunaan pisah batas 50% mengacu pada penelitian yang dilakukan Siregar (2007 ; 2008).

Struktur kepemilikan digunakan sebagai variabel kontrol karena sebagian besar saham perusahaan di Indonesia cenderung terkonsentrasi.

Pada pisah batas 10%, sebanyak 99% saham perusahaan di Indonesia terkonsentrasi (Siregar, 2008). Adanya konsentrasi kepemilikan akan mempengaruhi penilaian investor pada perusahaan. Claessens *et al.* (2000) mengajukan argumen tentang hubungan konsentrasi kepemilikan dan nilai perusahaan. Argumen *positive incentive effect* (PIE) pemegang saham pengendali memonitor manajemen dengan tujuan untuk peningkatan nilai perusahaan dan menghindari terjadinya ekspropriasi. Apabila pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi, maka pihak yang paling merasakan penurunan nilai perusahaan adalah pemegang saham pengendali itu sendiri. Pembatasan terhadap ekspropriasi dapat merangsang kenaikan harga sekuritas perusahaan. Argumen ini konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi linear berganda. Sebelum model regresi digunakan untuk menguji hipotesis, dilakukan pengujian asumsi klasik. Pengujian normalitas data dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirnov. Multikolinearitas diuji dengan melihat nilai *tolerance* atau *variance inflation factor* (VIF). Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi, digunakan metode Durbin Watson (*Dw Test*). Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas digunakan uji Glejser. Model regresi linear berganda ditunjukkan dalam persamaan sebagai berikut.

$$PBV = b_0 + b_1MI + b_2SKT + e.....(7)$$

Keterangan:

- PBV = *Price to book value*
- b₀ = Konstan
- b₁, b₂ = Koefisien Regresi
- e = Variabel Pengganggu

MI = Modal Intelektual
SKT = Struktur kepemilikan terkonsentrasi

Penelitian ini juga melakukan analisis sensitivitas untuk memperkuat hasil pengujian hipotesis. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui tingkat sensitivitas hasil pengujian terhadap metode analisis yang digunakan. Pada pengujian utama, analisis dilakukan dengan menggunakan seluruh pengamatan yang diperoleh selama periode penelitian. Pada analisis sensitivitas ini, analisis dilakukan dengan melakukan perbedaan cara perhitungan data, yaitu dengan menggunakan nilai rata-rata.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa harga pasar secara rata-rata lebih tinggi daripada nilai buku yang ditandai dengan nilai PBV > 1,00. Hal ini mengindikasikan masih konservatifnya akuntansi karena tidak membukukan informasi yang dinilai positif oleh pasar, seperti informasi mengenai pengembangan produk baru dan perolehan kontrak kerja (Wirama, 2008). Secara rata-rata modal intelektual perusahaan berada pada kategori *top performers* (VAIC di atas 3,00) dan hanya pada tahun 2008 berada pada kategori *good performers* (skor VAIC antara 2,00 - 2,99).

Variabel struktur kepemilikan dalam penelitian ini menggunakan kepemilikan tertinggi yang ada pada laporan keuangan perusahaan. Perusahaan yang memiliki persentase kepemilikan 50% atau lebih dikatakan terkonsentrasi dan diberi nilai 1, sedangkan yang lainnya dikatakan tersebar dan diberi nilai 0. Secara rata-rata jumlah perusahaan yang persentase kepemilikannya terkonsentrasi semakin meningkat walaupun mengalami penurunan pada tahun 2008. Dalam penelitian ini

terdapat 51 persen pengamatan tahun dengan kepemilikan terkonsentrasi. Ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999) dan Siregar (2007; 2008) yang menemukan bahwa sebagian besar kepemilikan perusahaan di Indonesia terkonsentrasi. Pada pisah batas kepemilikan 10 persen diketahui bahwa 99 persen struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia terkonsentrasi (Siregar, 2008).

Sampel yang digunakan dalam analisis mula-mula terdiri atas 205 pengamatan (41 perusahaan selama lima tahun). Amatan dengan *z-score* di bawah minus 2,00 atau di atas 2,00 dianggap sebagai *outlier* dan dikeluarkan dari sampel. Sebanyak 45 pengamatan dikeluarkan dari sampel sehingga sampel akhir menjadi 160 pengamatan. Pengujian normalitas menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan tingkat signifikansi $0,354 > 0,05$. Hasil pengujian multikolinieritas menunjukkan nilai *tolerance* variabel bebas tidak kurang dari 10% atau 0,1 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) semuanya kurang dari 10. Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai Durbin-Watson yang diperoleh adalah sebesar 2,063. Nilai tersebut terletak di antara d_U (1,760) dan $4-d_U$ (2,240). Hasil uji Glejser menunjukkan seluruh variabel bebas tidak berpengaruh pada nilai *absolut residual*. Berdasarkan pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi dalam penelitian ini telah lolos pengujian asumsi klasik.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan nilai *adjusted R²* adalah 0,097. Ini berarti bahwa varian dari variabel bebas, yaitu modal intelektual dan struktur kepemilikan mampu menjelaskan varian variabel terikat (kinerja pasar) sebesar 9,7 persen, sedangkan sisanya sebesar 90,3 persen

dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Berdasarkan hasil pengujian diketahui tidak ada pengaruh modal intelektual pada kinerja pasar. Variabel bebas modal intelektual memiliki t_{hitung} sebesar 1,215 dengan tingkat signifikansi $0,226 > 0,05$. Ini berarti bahwa hipotesis alternatif yang diajukan tidak dapat didukung. Variabel kontrol struktur kepemilikan berpengaruh positif pada kinerja pasar dengan nilai t_{hitung} sebesar 4,353 dan tingkat signifikansi $0,000 < 0,05$. Namun, sebelum dibuat suatu simpulan, dilakukan analisis sensitivitas.

Analisis sensitivitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan nilai rata-rata tiap-tiap variabel. Pengujian dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Sebelum dilakukan analisis regresi berganda dilakukan pengujian asumsi klasik. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan nilai residual berdistribusi normal, tidak ada autokorelasi, tidak ada multikolinearitas, dan tidak ada heteroskedastisitas.

Analisis sensitivitas menunjukkan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh pada kinerja pasar dengan tingkat signifikansi $0,684 > 0,05$. Hasil ini sama dengan hasil pengujian dengan menggunakan pengamatan tahun. Ini menunjukkan bahwa pengaruh modal intelektual pada kinerja pasar tidak sensitif terhadap cara perhitungan data yang digunakan. Penggunaan data pengamatan tahun dan nilai rata-rata menunjukkan hasil yang sama. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh pada kinerja pasar, baik menggunakan data pengamatan tahun maupun data secara rata-rata. Variabel kontrol struktur kepemilikan berpengaruh positif pada kinerja pasar, baik menggunakan data pengamatan tahun maupun data secara rata-rata.

Hasil ini mendukung temuan Kuryanto dan Safruddin (2008) serta Sianipar (2009) yang menunjukkan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung temuan penelitian Belkaoui (2003), Firer dan Williams (2003), Firer dan Stainbank (2003), Appuhami (2007), dan Ulum *et al.* (2008).

Penelitian ini menggunakan rasio *price to book value* (PBV) untuk menilai kinerja pasar. Nilai PBV di atas 1,00 menunjukkan bahwa saham perusahaan dinilai lebih tinggi daripada nilai intrinsiknya (*overvalued*). Statistik deskriptif menunjukkan bahwa secara rata-rata saham perusahaan publik di Indonesia mengalami *overvalued*. Hal ini mengindikasikan masih konservatifnya akuntansi karena tidak membukukan informasi yang dinilai positif oleh pasar, seperti informasi mengenai pengembangan produk baru dan perolehan kontrak kerja (Wirama, 2008).

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh pada kinerja pasar (PBV). Hal ini berarti bahwa pasar tidak memberikan penilaian yang lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki modal intelektual yang lebih tinggi. Seharusnya pasar memberikan nilai yang lebih tinggi atas modal intelektual perusahaan, seperti hasil penelitian Belkaoui (2003).

Di Indonesia sampai saat ini belum ada suatu standar yang mengatur pengukuran modal intelektual yang dimiliki perusahaan secara kuantitatif. Selain masalah pengukuran, pengungkapan modal intelektual dalam laporan perusahaan juga masih belum diatur dan bersifat sukarela. Purnomosidhi (2006) meneliti mengenai praktik pengungkapan IC yang ada di Indonesia. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa rerata jumlah atribut

praktik pengungkapan modal intelektual dalam laporan tahunan sebanyak 14 atribut atau 56% meskipun praktik pengungkapan modal intelektual di antara perusahaan masih bervariasi. Pengungkapan modal intelektual secara kualitatif sangat tinggi, tetapi pengungkapan secara kuantitatif dalam laporan tahunan sangat rendah. *Overvalued* saham yang terjadi tidak mampu dijelaskan oleh modal intelektual perusahaan. Pasar mungkin lebih menghargai faktor lain seperti laba dan faktor fundamental yang dicapai daripada modal intelektual yang dimiliki perusahaan (Wirawati, 2008).

Penelitian ini menggunakan struktur kepemilikan sebagai kontrol karena sebagian besar kepemilikan saham di Indonesia terkonsentrasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Ini berarti bahwa pasar memberikan penilaian pada struktur kepemilikan perusahaan.

V. SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan, landasan teori, hipotesis, dan hasil pengujian yang dilakukan, dapat disimpulkan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh pada kinerja pasar. Hal ini berarti bahwa pasar tidak memberikan penilaian pada modal intelektual perusahaan. Belum adanya standar mengenai pengukuran dan pengungkapan modal intelektual di Indonesia menyebabkan kemungkinan pasar belum mampu membuat penilaian yang tepat atas modal intelektual perusahaan. Struktur kepemilikan yang digunakan sebagai variabel kontrol berpengaruh positif pada kinerja pasar. Ini berarti bahwa pasar memberikan penilaian pada

struktur kepemilikan perusahaan. Ini sejalan dengan argumen *positive incentive effect* (PIE) yang dikemukakan oleh Claessens *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa pemegang saham pengendali memonitor manajemen dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan menghindari terjadinya ekspropriasi.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut.

- (1) Penelitian ini menggunakan sampel yang terdiri atas perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sepanjang tahun 2004 sampai dengan 2008. Perusahaan yang mengalami *de-listing* dalam periode tersebut tidak termasuk ke dalam sampel. Hal ini berpotensi menyebabkan terjadinya *survivorship bias*. Namun, peneliti telah melakukan pengujian dengan menggunakan nilai rata-rata tiap-tiap variabel selama periode pengamatan. Pengujian ini diharapkan memberikan hasil yang lebih valid dan meminimalkan kemungkinan *bias* tersebut.
- (2) Penelitian ini menggunakan metode tidak langsung, yaitu VAIC™ untuk mengukur modal intelektual perusahaan. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan untuk menggunakan metode pengukuran langsung, seperti *balanced scorecard*, *real options model*, atau *skandia navigator* (Stewart, 1997 dan Abdolmohammadi, 2005).

DAFTAR PUSTAKA

- Abdolmohammadi, M. J. 2005. "Intellectual Capital Disclosure and Market Capitalization". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 6, No. 3: 397 - 416.
- Aggarwal, R., T. Hiraki, and R. P. Rao. 1992. "Price/Book Value Ratios and Equity Return on the Tokyo Stock Exchange: Empirical Evidence of an Anomalous Regularity". *The Financial Review*. Vol. 27. No. 4: 589 - 605.
- Ahmed, A. S., R. M. Morton, and T. F. Schaefer. 2000. "Accounting Conservatism and the Valuation of Accounting Numbers: Evidence on the Feltham-Ohlson (1996) Model". *Journal of Accounting, Auditing & Finance* Vol. 15. No. 3: 271 - 292.
- Appuhami, B. A. R. 2007. "The Impact of Intellectual Capital on Investors Capital Gains on Shares: An Empirical Investigation of Thai Banking, Finance & Insurance Sector". *International Management Review*. Vol. 3. No.2.
- Bastian, Indra. 2001. *Akuntansi Sektor Publik di Indonesia. Edisi 1*. Yogyakarta: BPFU UGM.
- Belkaoui, A. R. 2003. "Intellectual Capital and Firm Performance of US Multinational Firms: a Study of The Resource-Based and Stakeholder Views". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 4. No. 2: 215 - 226.
- Bollen, L., P. Vergauwen, and S. Schnieders. 2005. "Linking Intellectual Capital and Intellectual Property to Company Performance". *Management Decision*. Vol. 43. No. 9: 1161 - 1185.
- Bontis, N., W.C.C. Keow, and S. Richardson. 2000. "Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 1. No. 1: 85 - 100.
- Claessens, S. D. Simeon, Fan, Joseph, dan Lang, Larry. 2000. "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia". *Policy Research Working Paper 2088*. The World Bank.
- Dechow, P. M., A. P. Hutton, and R. G. Sloan. 1999. "An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model". *Journal of Accounting and Economics* 26: 1 - 34.
- Ehikioya, B. I. 2009. "Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria". *Corporate Governance*. Vol. 9. No.3: 231 - 243.
- Firer, S., and S. M. Williams. 2003. "Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 4. No. 3: 348 - 360.
- _____, and L Stainbank. 2003. "Testing the Relationship between Intellectual Capital and a Company's Performance: Evidence from South Africa". *Meditari Accountancy Research*. Vol. 11: 25 - 44.
- Ghozali, I. 2006. *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N. 2003. *Basic Econometrics*. 4th Ed. New York: McGraw-Hill, Inc.

- Guthrie, J and R. M. Petty 2000. "Intellectual Capital: Australian Annual Reporting Practices". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 1. No. 3: 241 - 251.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2007. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 19*. Jakarta: Salemba Empat.
- Iswati, S. and M. Anshori. 2007. "The Influence of Intellectual Capital to Financial Performance at Insurance Companies in Jakarta Stock Exchange (JSE)". *Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference*. Melbourne, Australia: 1393 - 1399.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3: 305 - 360.
- Kamath, G.B. 2007. "The Intellectual Capital Performance of Indian Banking Sector". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 8. No. 1: 96 - 123.
- Kuryanto, B. dan M. Safruddin. 2008. "Pengaruh Modal Intelektual terhadap Kinerja Perusahaan". *Makalah Disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak: 23 - 24 Juli.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance*. Vol. 54: 471 - 517.
- Lev, B. 1997. "Announcing the Foundation of the Intangible Research Center at the Vincent C. Ross Institute of Accounting Research". *Accounting Horizons* (March): 136 - 138.
- Mavridis, D.G. 2004. "The Intellectual Capital Performance of the Japanese Banking Sector". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 5. No. 3: 92 - 115.
- Mc. Colgan, P. 2001. "Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a UK Perspective". *Working Paper*.
- Myers, J. N. 1999. "Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics". *The Accounting Review*. Vol. 74. No. 1: 1 - 28.
- Nuryaman. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme Corporate Governance terhadap Manajemen Laba". *Makalah Disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak: 23 - 24 Juli.
- Pulic, A. 1998. "Measuring the Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy". Paper presented at the 2nd McMaster World Congress on Measuring and Managing Intellectual Capital by the Austrian Team for Intellectual Potential. Available online at: www.vaic-on.net. (accessed March 2009).
- _____. 1999. "Basic Information on VAIC™". Available online at: www.vaic-on.net. (accessed March 2009).
- _____. 2000. VAIC™ – "An Accounting Tool for IC Management". Available online at: www.measuring-ip.at/Papers/ham99txt.htm (accessed March 2009).

- _____, and Kolakovic, M. 2003. "Value Creation Efficiency in the New Economy". Available online at: www.vaic-on.net. (accessed March 2009).
- Purnomosidhi, B. 2006. "Praktik Pengungkapan Modal Intelektual pada Perusahaan Publik di BEJ". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 9. No. 1: 1 - 20.
- Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa. 1995. "Bahan Penyuluhan Bahasa Indonesia". Jakarta: Departemen Pendidikan Nasional.
- Ramasamy, B., D. Ong, and M. C. H. Yeung. 2005. "Firm Size, Ownership and Performance in The Malaysian Palm Oil Industry". *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Vol.1: 81 - 104.
- Razak, N. H. Ab, R. Ahmad, and H. J. Aliahmed. 2008. "Government Ownership and Performance: An Analysis of Listed Companies in Malaysia". Available Online at: <http://ssrn.com/abstract=1252072>. (accessed October 2009).
- Sawarjuwono, T. dan A. P. Kadir. 2003. "*Intellectual Capital: Perlakuan, Pengukuran, dan Pelaporan (Sebuah Library Research)*". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5. No. 1: 35 - 57.
- Sianipar, M. 2009. "The Impact of Intellectual Capital Towards Financial Profitability and Investors' Capital Gain on Shares: An Empirical Investigation of Indonesian Banking and Insurance Sector for Year 2005 - 2007". *Makalah Disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi XII*. Palembang: 4 - 6 November.
- Siregar, B. 2007. "Pengaruh Pemisahan Hak Kontrol dan Hak Aliran Kas terhadap Dividen". *Disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi X*. Makasar: 26 - 28 Juli.
- _____. 2008. "Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Ultimat". *Disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak: 23 - 24 Juli.
- Sonnier, B. M., K. D. Carson, and P. P. Carson. 2007. "Accounting for Intellectual Capital: The Relationship between Profitability and Disclosure". *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*. Vol.12. No. 2.
- Stewart, T. A. 1997. "Intellectual Capital: The New Wealth of Organization". Available at: www.intellectualcapital.com. (accessed June 2009).
- Sugiyono. 2003. *Metoda Penelitian Bisnis*. Bandung: CV Alfabeta.
- Sveiby. 1998. "Measuring Intangibles & Intellectual Capital - An Emerging First Standard". <http://www.sveiby.com/articles/Intangiblemethods.htm>. (accessed October 2009).
- Tan, H.P., D. Plowman, and P. Hancock. 2007. "Intellectual Capital and Financial Returns of Companies". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 8. No. 1: 76 - 95.

- Ulum, I., I. Gozhali, dan A. Chariri. 2008. “*Intellectual Capital dan Kinerja Keuangan Perusahaan: Suatu Analisis dengan Pendekatan Partial Least Squares*”. Makalah Disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak: 23 - 24 Juli.
- _____. 2008. “*Intellectual Capital Performance Sektor Perbankan di Indonesia*”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 10, No. 2, pp. 77 - 84.
- Williams, S. M. 2001. “Is Intellectual Capital Performance and Disclosure Practices Related?” *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 2. No. 3: 192-203.
- Wirama, D. G. 2008. “Validitas Teori Surplus Bersih dalam Menjelaskan Harga dan *Return*”. Desertasi. (Tidak dipublikasikan). Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Wirawati, N. G. P. 2008. “Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan terhadap *Price to Book Value* dalam Penilaian Saham di Bursa Efek Jakarta dalam Kondisi Krisis Moneter”. *Buletin Studi Ekonomi*. Vol. 13. No. 1: 90 - 99.
- Xu, X. dan Y. Wang. 1997. “Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance (The Case of Chinese Stock Companies)”. <http://ssrn.com/abstract=45303>. (Accessed December 2009).