

# Pengaruh *Intellectual Capital* Terhadap *Stock Return* dengan Mediasi *Return On Assets*

Arcelia Angelica Soputra dan Adwin Surja Atmadja

Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra

Email: aplin@petra.ac.id

## ABSTRAK

Basis perekonomian tengah mengalami perubahan dari era industrial menjadi *knowledge-based economy*, dimana pengetahuan menjadi faktor penting yang dapat membedakan kemampuan perusahaan dalam membentuk keunggulan bersaing. IC sendiri didefinisikan sebagai pengetahuan yang ada pada karyawan yang menjadi sumber daya kunci bagi perusahaan. Hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh IC terhadap *stock return* juga masih tidak konsisten. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan membuktikan pengaruh IC terhadap *stock return* dengan mediasi kinerja keuangan. Pengukuran IC menggunakan metode VAIC oleh Pulic, *stock return* dengan menggunakan *cummulative abnormal return*, dan kinerja keuangan menggunakan ROA. Variabel kontrol yang digunakan adalah *firm size* dan *debt to equity ratio*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang masuk kelompok LQ45 tahun 2010-2015 dengan jumlah sampel 108 pengamatan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan tidak signifikan antara IC dengan *stock return*, namun memiliki pengaruh positif signifikan terhadap ROA meskipun tidak menemukan adanya mediasi. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan dan *stock return*, dan *debt to equity ratio* juga tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan dan *stock return*.

**Kata Kunci:** Intellectual capital, Stock Return, ROA, Firm size, Debt to equity ratio

## ABSTRACT

*Today's economic-based is undergoing a transition from industrial era to a knowledge-based economy, where knowledge becomes an important factor that can differentiate firm's ability to create competitive advantages. IC itself is defined as existing knowledge on employees who become a key resources for the company's. However previous research on the impact of IC to stock return is still inconsistent. The purpose of this study to examine the impact of IC to stock return with financial performance as mediation variable. IC will be measured by Pulic's VAIC, cumulative abnormal return for stock return measurement, and ROA to measure financial performance. It also used firm size and debt to equity ratio as a control variables. This reasearch use company in LQ45 period 2010 until 2015 with 108 observations.*

*The results showed there is no significant correlation between IC and stock return, but however has positive significant affect on ROA. The results also showed that firm size didn't have affect on financial performance and stock return, and also debt to equity ratio had no significant affect on firm performance and stock return.*

**Keywords:** Intellectual capital, Stock Return, ROA, Firm size, Debt to equity ratio

## PENDAHULUAN

Basis perekonomian tengah mengalami perubahan dari era industrial menjadi *knowledge-based economy* (Pulic, 2004), dimana pengetahuan menjadi faktor penting yang dapat

membedakan kemampuan sebuah perusahaan dalam membentuk keunggulan bersaing di pasar (Djamil, Razafindrambinina, dan Tandean, 2013). Sehingga semakin banyak perusahaan yang berinvestasi tidak hanya dalam bentuk aset berwujud saja, tetapi juga aset tidak berwujud

atau sering disebut intangible asset. Intangible asset telah menjadi salah satu sumber daya yang tidak hanya mampu menciptakan keunggulan bersaing, tetapi juga kinerja keuangan yang superior (Barney, 1991), dimana Intellectual capital (IC) merupakan salah satu bentuk dari intangible asset tersebut. IC sendiri didefinisikan sebagai pengetahuan yang ada pada karyawan yang menjadi sumber daya kunci bagi perusahaan (Pulic, 2004).

Seiring dengan meningkatnya pengakuan akan IC sebagai pendorong nilai dan keunggulan bersaing perusahaan, pengukuran IC yang tepat masih belum ditemukan (Chen, Cheng, dan Hwang, 2005). Dalam masa perkembangannya, Pulic (1998) mengembangkan sebuah metode pengukuran IC melalui efisiensi nilai tambah dari kemampuan intelektual perusahaan, yang disebut sebagai Value Added Intellectual Coefficient (VAIC). VAIC didesain dengan tiga komponen yaitu physical dan financial capital, human capital dan structural capital (Volkov, 2012). Studi terhadap peran intellectual capital (IC) dalam perkembangan perusahaan tidak saja banyak dilakukan di negara industri maju, tetapi juga di negara berkembang (Maji dan Goswami 2016; Chen, Cheng, dan Hwang, 2005; Bontis, 2000; Firer dan Williams, 2003). Di Indonesia, studi tentang IC belum banyak dilakukan (Ulum, 2007), meskipun studi tentang IC mulai berkembang sejak diterbitkannya PSAK 19 (revisi 2000) tentang aktiva tidak berwujud. Meskipun tidak diakui secara langsung sebagai IC, namun mulai muncul pengakuan mengenai pentingnya intangible asset di dalam perusahaan (Sunarsih dan Mendra, 2013).

Secara empiris, beberapa studi terdahulu mengungkapkan hubungan yang positif antara IC dengan kinerja perusahaan (Meritum, 2002; Lev dan Zambon, 2003; Holland, 2003; Wang dan Chang, 2005; Tan, Plowman, dan Hancock 2007; Mosavi, Nekoueizadeh, dan Ghaedi, 2012; Ulum, Ghozali, dan Chariri, 2009), hingga menyebabkan adanya kecenderungan peningkatan pengungkapan IC dalam laporan keuangan tahunan perusahaan (Petty dan Guthrie, 2000; Bukh, Nielsen, Gormsen, dan Mouritsen, 2005; Bozzolan, Favotto, dan Ricceri, 2003). Lebih lanjut, informasi mengenai dalam laporan keuangan—dengan tujuan untuk mengurangi informasi asimetri antara manajemen, shareholder dan calon investor (Vergauwen, Bollen, Oirbans, 2007)—berperan penting dalam pasar modal (Sir, Subroto, dan Chandrarin, 2010). Informasi tersebut akan digunakan oleh penggunanya (investor dan financial analyst) untuk menilai kinerja dan nilai perusahaan (Upton, 2001). Beberapa studi

terdahulu menunjukkan hubungan positif antara IC dan stock return (Tan, Plowman, dan Hancock, 2007; Appuhami, 2007). Namun ada juga beberapa penelitian terdahulu menemukan IC tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap stock return. Djamil et al (2013) melaporkan IC tidak mempengaruhi stock return. IC hanya akan mempengaruhi kinerja perusahaan di masa depan karena butuh waktu bagi investor di pasar modal untuk menilai dan menyadari pengaruh IC tersebut. Chen et al (2005) menjelaskan bahwa perusahaan dengan IC yang lebih besar memiliki profitabilitas yang lebih baik. Hal ini mengindikasikan adanya kinerja yang baik dimana akan menumbuhkan rasa percaya bagi investor. Karena itu diharapkan hal tersebut akan mempengaruhi harga saham secara positif dan menumbuhkan stock return.

Berdasarkan dengan beberapa hasil penelitian ini mengenai hubungan IC dengan stock return dan diikuti dengan adanya hubungan positif antara IC dengan kinerja keuangan serta pengaruh kinerja keuangan terhadap stock return, maka dalam study ini akan menguji pengaruh IC terhadap stock return dengan variabel mediasi kinerja keuangan. Data yang akan digunakan dalam studi ini adalah data perusahaan terbuka (listed companies) yang terdaftar dalam kelompok LQ45 periode 2010 hingga 2015. Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ45 berarti memiliki nilai kapitalisasi dan nilai transaksi saham di pasar reguler yang tertinggi mewakili sektornya, urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi. Sehingga jika masuk dalam kelompok LQ45 selama lima tahun berturut-turut mengindikasikan konsistensi perusahaan tersebut dalam industrinya. Kemudian periode 2010 hingga 2015 dipilih karena merupakan data terbaru,. Selain itu periode tersebut bebas dari krisis sehingga akan meminimalisir pengaruh krisis pada data yang digunakan.

### ***Resource-based View Theory***

Teori resource-based view pada sebuah perusahaan melihat keunggulan kompetitif yang dimiliki oleh perusahaan bergantung pada sumber daya perusahaan itu sendiri (Johnson, 1999). Grant (2001) mengungkapkan bahwa perusahaan harus dapat mengidentifikasi dan mengklasifikasikan sumber daya yang dimiliki, dan melihat kesempatan yang ada dalam memanfaatkan sumber daya yang ada. Kesempatan yang muncul bukan hanya berupa keunggulan bersaing namun juga seberapa besar keuntungan yang dapat dihasilkan. Perusahaan akan unggul dalam persaingan usaha dan

mendapatkan kinerja keuangan yang baik dengan cara memiliki, menguasai, dan memanfaatkan aset yang dimiliki (Wernerfelt, 1984). Secara formal, sumber daya tersebut dapat didefinisikan sebagai aset berwujud maupun tidak berwujud yang terkait dengan perusahaan (Wernerfelt, 1984).

### ***Signalling Theory***

Teori ini sangat berguna ketika dua pihak (individu atau organisasi) memiliki akses untuk informasi yang berbeda (Connely, Certo, Ireland, dan Reutzel, 2011). Pengirim informasi akan menentukan informasi yang akan dikomunikasikan, sedangkan penerima menentukan bagaimana akan merespon informasi tersebut. Informasi memengaruhi proses membuat keputusan yang akan dilakukan dalam bisnis (Connely et al, 2011). Dengan informasi yang disampaikan kepada penerima, maka diharapkan ada feedback atau respon yang muncul. Jogiyanto (2000) mengungkapkan bahwa informasi yang dipublikasikan akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut bersifat positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi terhadap informasi tersebut, sehingga dapat memberikan nilai yang lebih tinggi kepada perusahaan. Naser (2002) mengungkapkan bahwa perilsan financial statement memengaruhi reaksi investor, dimana reaksi ini akan memengaruhi harga saham atau return saham (Hayati, 2010).

Signalling theory mengindikasikan bahwa perusahaan akan berusaha untuk menunjukkan sinyal berupa informasi positif kepada investor potensial melalui pengungkapan laporan keuangan (Miler dan Whiting, 2005). Williams (2001) menyatakan bahwa pengungkapan informasi memungkinkan investor dan stakeholder untuk lebih baik dalam menilai kemampuan perusahaan di masa depan dan mengurangi persepsi resiko.

### ***Intellectual Capital (IC)***

Sebagai salah satu sumber daya yang penting dan telah menjadi suatu strategi perusahaan, intellectual capital mampu menghasilkan keunggulan bersaing yang berkelanjutan dan kinerja perusahaan yang superior (Barney, 1991). Saat ini telah banyak buku dan artikel yang menjelaskan mengenai IC dan perannya dalam menciptakan nilai, namun masih saja banyak perusahaan yang melihat karyawan sebagai cost dan bukan sebagai sumber daya (Pulic, 2004). Dalam bukunya, Sullivan (2000) merangkum beberapa karya yang telah menjadi pioner dalam

perkembangan intellectual capital dalam beberapa dekade terakhir. Pada tahun 1980, Hiroyuki Itami menerbitkan sebuah karya inovatif yang menjelaskan mengenai nilai penting dari intangible asset—termasuk di dalamnya adalah intellectual capital—bagi perusahaan. Kemudian, David Teece bersama dengan beberapa ekonom pada tahun 1986 menjelaskan mengenai peran penting ide atau gagasan pemikiran bagi manajemen untuk menghasilkan sebuah nilai. Karl-Erik Sveiby merupakan salah satu pioner yang mengungkapkan pentingnya pengukuran human capital dan menerapkan pengujiannya pada perusahaannya sendiri. Pada tahun 1989, Sveiby juga memaparkan teori pengukuran terhadap intangible asset, seperti customer capital dan structural capital.

Beberapa studi memberikan definisi yang bervariasi tentang IC. Stewart (1997) mendefinisikan IC sebagai intellectual material (seperti pengetahuan dan informasi) dan intellectual property (pengalaman yang dapat digunakan untuk menciptakan kekayaan). Brooking (1996) menjelaskan IC sebagai gabungan dari intangible assets, intellectual property, human-centred, dan infrakstruktur, yang memungkinkan perusahaan untuk berfungsi. Bontis (1998) mendefinisikan IC sebagai efektivitas penggunaan pengetahuan. Djamil, Razafindrambinina, dan Tandians (2013) merumuskan IC sebagai seluruh sumber daya non fisik yang dimanfaatkan oleh perusahaan untuk menghasilkan profit dan value. Lebih lanjut, menurut Sullivan (2000), IC adalah pengetahuan yang dapat diubah menjadi profit. IC juga merupakan pengetahuan yang dapat diubah menjadi sebuah value, dan merupakan sebuah gap yang terdapat antara firm's book dan market value (Edvinsson dan Malone, 1997). Kemudian Pulic (2004) melihat IC sebagai pengetahuan yang ada pada karyawan yang menjadi sumber daya kunci bagi perusahaan.

Meskipun IC telah menjadi pembahasan dalam beberapa tahun ini, metode pengukuran IC masih belum sempurna (Chen et al, 2005). Dari beberapa metode yang ada, model VAIC yang dikembangkan oleh Pulic (1998) telah menjadi perhatian selama 2 dekade terakhir (Nimtrakoon, 2015). Pulic (1998) memperkenalkan sebuah metode pengukuran efisiensi yang meliputi komponen IC dan capital employed (Lazzolino dan Laise, 2013). Komponen IC yang dimaksud merupakan human capital dan structural capital (Pulic, 2004). Kemudian agar dapat menghasilkan efisiensi sumber daya yang menyeluruh, penting untuk mengikutsertakan capital employed, yaitu financial dan physical capital, dalam perhitungan

ini karena IC tidak dapat menciptakan nilai dengan sendirinya (Pulic, 2004).

### ***Value Added Intellectual Coefficient (VAIC)***

Model VAIC didesain untuk menyediakan informasi mengenai efisiensi value creation dari tangible dan intangible asset dalam perusahaan (Tan et al, 2015). VAIC merupakan metodologi pengukuran yang mudah untuk dihitung, konsisten, menyediakan pengukuran yang standar, menggunakan data dari laporan keuangan—lebih dapat dipertanggungjawabkan daripada kuisioner—yang telah diaudit oleh akutan publik (Bontis, 1999; Chen et al, 2005; Firer dan Williams, 2003; Pulic dan Bornemann, 1999; Roos, Roos, Edvinsson, dan Dragonetti, 1997; Sullivan, 2000). Pada dasarnya IC memiliki dua komponen dasar yaitu human capital dan structural capital. Berikut penjelasan mengenai keduanya:

#### a. Human Capital (HC)

Terdapat berbagai definisi dan penjelasan tentang human capital. Human capital didefinisikan sebagai employee-dependent (kompetensi, komitmen, motivasi, kesetiaan karyawan) (Chen et al, 2005), kombinasi dari pengetahuan-keahlian-pengalaman-kemampuan individu karyawan (Edvinsson dan Malone, 1997), dan sumber daya manusia yang berpengetahuan yang berguna untuk proses produktif perusahaan dalam mengubah informasi yang diterima dari lingkungan menjadi output yang berguna untuk perusahaan (Djamil et al (2013). Lebih lanjut Roos, Bainbridge, dan Jacobsen (2001) menyatakan bahwa nilai dari human capital berasal dari kompetensi (competence), perilaku (attitude), dan kecerdasan ((intellectual agility) yang dimiliki oleh karyawan. Bontis (1998) menjelaskan bahwa human capital merupakan sebuah faktor penting bagi perusahaan karena menjadi sumber inovasi dan pembaruan strategi dalam sebuah perusahaan.

#### b. Structural Capital (SC)

Structural capital mencakup seluruh pengetahuan dari sumber daya non-human dalam sebuah organisasi yang meliputi database, bagan organisasi, manual proses, strategi, rutinitas, dan nilai apapun yang bagi perusahaan lebih tinggi daripada nilai materialnya (Bontis (2000), Roos et al (2001), Riahi-Belkaoui (2003). SC merupakan sebuah infrastruktur yang menggabungkan, membentuk, dan mendukung human capital, serta mendorong seluruh faktor manusia untuk menciptakan dan berbagi pengetahuan (Edvinsson

dan Malone (1997). Dari berbagai definisi tersebut, structural capital secara umum dilihat sebagai sebuah faktor pendukung yang membantu karyawan dalam mencapai kinerja yang terbaik. Human capital dan structural capital bersinergi dalam proses pembentukan nilai perusahaan (Bontis, 1998).

Namun Pulic (2004) mengungkapkan ada satu komponen lagi yang harus diperhitungkan yaitu capital employed untuk mendapatkan nilai efisiensi IC secara menyeluruh. Capital Employed mencakup modal fisik dan keuangan yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini penting karena IC tidak dapat menciptakan nilai bagi perusahaan dengan sendirinya.

Model VAIC kemudian membagi input efisiensi value creation dalam 3 bagian, yaitu capital employed (CE), human capital (HC), dan structural capital (SC) (Nimtrakoon, 2015; Maditinos, Chatzoudes, Tsairidis, Theriou, 2011; Djamil et al, 2013; Pulic, 1998; Pulic, 2000; Pulic, 2004). Perhitungan nilai VAIC diawali dengan menghitung kemampuan perusahaan dalam menciptakan value added (VA), yang adalah:

$$VA = OP + EC + D + A$$

dimana:

OP = operating expenses

EC = employee costs

D = depreciation

A = amortization

Lebih lanjut, perhitungan tiga komponen penyusun VAIC dilakukan dengan cara sebagai berikut (Pulic, 2004; Chen et al 2005; Maditinos et al, 2011; Tan et al, 2007; Firer dan Williams, 2003):

#### a. Capital employed efficiency (CCE)

CCE mengindikasikan value added yang didapatkan oleh perusahaan berasal dari net book value dari aset, dan dihitung dengan cara berikut:

$$CCE = VA/CE$$

dimana,

CE = Total Equity + Total debt

#### b. Human capital efficiency (HCE)

HCE meliputi value added yang dihasilkan dari pemberdayaan pengetahuan dan informasi dari sumber daya manusia. HCE diperoleh dengan cara:

$$HCE = VA/HC$$

dimana,

HC = Total wages dan salaries expense

#### c. Structural capital efficiency (SCE)

SCE merupakan value added yang dihasilkan dari modal lainnya yang dimiliki oleh perusahaan. SCE dihitung dengan cara berikut :

$$SCE = SC/VA$$

dimana,

$$SC = VA - HC$$

Kemudian, setelah ketiga komponen tersebut telah dihitung, maka VAIC dapat dihitung dengan cara menjumlahkan ketiganya:

$$VAIC = CCE + HCE + SCE$$

Semakin tinggi nilai VAIC mengindikasikan semakin baiknya manajemen dalam mendayagunakan sumberdaya yang digunakan dalam menghasilkan sebuah nilai perusahaan (Djamil et al, 2013), dimana nilai tersebut akan tercermin dalam harga saham (Widarjo, 2011).

### Stock Return

Sebuah keputusan investor sangatlah dipengaruhi oleh nilai return yang diterima (Kurniadi et al, 2013). Return didefinisikan sebagai hasil yang diperoleh dari investasi. Secara luas, stock return telah diterima sebagai pengukuran nilai perusahaan secara eksternal dan kinerja perusahaan yang terbaik (Vadiei dan Hosseini, 2012), dan abnormal return dapat menjadi salah satu indikator yang dapat digunakan untuk melihat keadaan yang sedang terjadi di pasar saham (Jogiyanto, 2009). Abnormal return adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (expected return) (Sularso, 2003). Abnormal return positif menandakan adanya suatu kabar baik dari suatu pengumuman, sedangkan abnormal return negatif menandakan kabar buruk (Jogiyanto, 2003).

Dalam penelitian ini akan digunakan cumulative abnormal return yaitu akumulasi dari selisih antara return realisasi dan return ekspektasi. Return realisasi akan dihitung menggunakan selisih harga sekarang dengan harga sebelumnya dibagi dengan harga sebelumnya. Kemudian return ekspektasi akan ditentukan dengan menggunakan metode market-adjusted model. Model ini diyakini sebagai praduga terbaik dalam mengestimasi return saham dengan menggunakan return indeks pasar (Jogiyanto, 2010). Berikut merupakan tahapan perhitungan yang digunakan:

1. Menghitung return harian perusahaan

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

2. Menghitung return indeks harga pasar

$$R_{mt} = \frac{IHS_{gt} - IHS_{gt-1}}{IHS_{gt-1}}$$

3. Menghitung abnormal return

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

4. Menjumlahkan abnormal return masing-masing perusahaan selama periode 11 hari (-5 hingga +5)

$$CAR_{it} = \sum_{n=1}^{11} AR_n$$

### Kinerja Keuangan

Kinerja perusahaan dapat dijadikan pedoman dalam mengukur keberhasilan suatu perusahaan (Fidhayatin dan Dewi, 2012). Ada beberapa rasio yang dapat dijadikan pengukuran kinerja perusahaan. Salah satunya rasio profitabilitas yang mencakup gross profit margin (GPM), net profit margin (NPM), return on asset (ROA), return on equity (ROE), dan operating ratio. Dalam penelitian ini akan digunakan ROA sebagai indikator dalam mengukur kinerja keuangan. Hal ini karena beberapa penelitian terdahulu sering menggunakan ROA dalam mengukur kinerja perusahaan (Roberts dan Mahoney, 2017; Chen et al, 2005; Maditinos et al, 2011; Mosavi et al, 2012; Shyu, 2011; Lee, 2004; Bambang dan Hermawan, 2012). Kemudian, return on asset (ROA) menjadi salah satu indikator komprehensif untuk melihat keadaan perusahaan karena telah mencakup unsur balance sheet dan income statement didalamnya (Courtis, 2003). ROA mengindikasikan bagaimana perusahaan dalam menggunakan aset yang dimiliki untuk memaksimalkan laba. Perusahaan yang basis keunggulannya didominasi pada aset tidak berwujud secara bersamaan dapat menunjukkan margin laba bersih yang tinggi dan asset turnover yang sangat tinggi pula. ROA seringkali disebut sebagai rasio produktivitas yang merupakan pengukuran paling penting bagi efisiensi dan produktivitas perusahaan (Courtis, 2003). Adapun formula dari ROA adalah sebagai berikut:

$$ROA = (\text{Net Income}) / (\text{Total Assets})$$

### Firm Size

Firm size didefinisikan sebagai nilai besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan nilai logaritma dari total. Semakin besar total aset perusahaan maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan akan menentukan kapasitas perusahaan dalam melakukan operasi, menghasilkan laba, dan

memengaruhi reaksi pasar (Crisostomo, Freire, dan Cortes, 2011). Berikut formula perhitungannya:

$$\text{Firm size} = \log(\text{Total Assets})$$

### ***Debt to Equity Ratio***

Debt to equity ratio (DER) digunakan untuk mengukur proporsi besarnya sumber pendanaan jangka pendek dan jangka panjang atas modal baik untuk operasional maupun investasi (Fannani, 2009). DER merupakan perbandingan antara seluruh hutang perusahaan baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek dengan modal yang dimiliki perusahaan:

$$\text{DER} = (\text{Total Hutang}) / (\text{Total Modal})$$

### ***Pengaruh IC terhadap Stock Return***

Sebuah sumber daya dapat menjadi dasar bagi profitabilitas perusahaan (Grant, 2001). Pemberdayaan IC yang baik dalam sebuah perusahaan dapat memberikan keunggulan bersaing melalui peningkatan efisiensi penciptaan nilai dari kreatifitas manusia, struktur operasional perusahaan, dan hubungan dengan pelanggan dan pemasok (Latif, Malik, dan Aslam, 2012). Keunggulan bersaing ini akan meningkatkan kinerja perusahaan yang kemudian akan menjadi salah informasi yang diungkapkan didalam laporan keuangan, sehingga dapat memengaruhi reaksi investor (Naser, 2002).

Laporan keuangan merupakan salah satu wujud konkrit informasi tentang kondisi finansial maupun non finansial suatu perusahaan (Junaedi, 2005), dan telah digunakan oleh perusahaan publik sebagai sarana komunikasi dengan para stockholders maupun stakeholders (Menike dan Wang Man, 2013). Suatu informasi memiliki nilai guna bagi investor di pasar modal (Cheng dan Christiawan, 2011) karena memungkinkan investor dan stakeholder untuk melakukan penilaian yang lebih baik terhadap kemampuan perusahaan di masa depan, serta mengurangi persepsi resiko (Williams (2001). Selaras dengan yang disampaikan dalam signalling theory, informasi yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan akan memberikan sinyal bagi investor untuk proses pengambilan keputusan investasi (Jogiyanto, 2000; Connelly, Certo, Ireland, dan Reutzel, 2011). Reaksi investor akan informasi yang disediakan oleh suatu perusahaan akan memengaruhi volatilitas harga saham atau stock return perusahaan tersebut di pasar modal (Hayati, 2010).

Beberapa penelitian terdahulu mengungkapkan bahwa IC memiliki pengaruh

terhadap stock return. Chen et al (2005) menemukan bahwa investor cenderung menaruh nilai yang lebih tinggi kepada perusahaan dengan intellectual capital yang lebih baik. Djamil et al (2013) meneliti hubungan IC dengan stock return dengan menggunakan data 25 bank yang terdaftar di BEI, dan menemukan bahwa human capital memengaruhi stock return secara signifikan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Sir et al (2010) dan Appuhami (2007) menemukan bahwa IC berpengaruh secara signifikan terhadap abnormal return saham di Thailand. Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat hipotesakan bahwa:

**H<sub>1</sub>: VAIC berpengaruh positif terhadap stock return**

Untuk mengetahui detail pengaruh tiap komponen VAIC terhadap SR, maka dihipotesakan, bahwa:

**H<sub>1a</sub>: Human capital efficiency berpengaruh positif terhadap stock return**

**H<sub>1b</sub>: Capital employed efficiency berpengaruh positif terhadap stock return**

**H<sub>1c</sub>: Structural capital efficiency berpengaruh positif terhadap stock return**

### ***Peran Kinerja Keuangan dalam Memediasi Hubungan antara IC dan Stock Return***

Selain dipengaruhi secara langsung oleh IC, stock return juga dapat dipengaruhi secara tidak langsung atau dimediasi oleh variabel lain yaitu nilai perusahaan. IC yang merupakan salah satu sumber daya intangible yang diyakini telah memainkan peran yang penting dalam membentuk keunggulan bersaing yang stabil (Kaplan dan Norton, 2004), yang akan memberikan nilai yang lebih tinggi bagi perusahaan dimata investor karena dapat memberikan pertumbuhan profit yang lebih tinggi (Chen et al, 2005). Hal ini diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor akan perusahaan, sehingga dengan begitu akan meningkatkan nilai saham di pasar modal dan menciptakan pertumbuhan stock return. Dari pemaparan diatas, maka terbentuklah hipotesa berikut:

**H<sub>2</sub> : VAIC berpengaruh positif terhadap ROA**

**H<sub>2a</sub>: HCE berpengaruh positif terhadap ROA**

**H<sub>2b</sub>: SCE berpengaruh positif terhadap ROA**

**H<sub>2c</sub>: CEE berpengaruh positif terhadap ROA**

**H<sub>2d</sub>: ROA berpengaruh positif terhadap Stock Return**

### ***Pengaruh Firm's Size terhadap Kinerja Keuangan dan Stock Return***

Firm size dapat menentukan kapasitas perusahaan untuk melakukan aktivitas operasional, dalam menghasilkan laba, dan dalam memengaruhi reaksi pasar (Crisostomo, Freire, dan Cortes, 2011), dimana semakin besar ukuran perusahaan maka akan cenderung memiliki kemampuan yang lebih besar pula dalam menghasilkan laba. Hal ini kemudian yang akan mempengaruhi reaksi pasar karena laba yang besar akan memberikan return yang lebih tinggi bagi investor. Namun Dhawan (2001) menemukan hal yang berbeda yaitu ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Baumann (2003) juga menemukan dalam penelitiannya bahwa profitabilitas semakin menurun ketika perusahaan menjadi lebih besar. Oleh karena itu dapat dihipotesiskan bahwa:

**H<sub>3</sub> : Firm size berpengaruh terhadap kinerja keuangan**

Disamping itu, perusahaan yang memiliki aktiva yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini perusahaan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama (Daniati dan Suhairi, 2006), dan mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang lebih kecil (Indriani, 2005). Oleh karena itu, melakukan investasi pada perusahaan yang besar akan mendapatkan keuntungan yang lebih stabil (Solechan, 2009). Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Mazviona dan Nyangara (2014) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap return saham. Namun Miswanto (1999) menemukan bahwa perusahaan kecil memiliki return yang lebih tinggi dibanding perusahaan besar. Hal muncul karena seiring dengan berkembangnya perusahaan, biaya-biaya yang ditanggung oleh perusahaan juga akan semakin besar, sehingga secara keseluruhan laba perusahaan akan turun (Dhawan, 2011).

**H<sub>4</sub> : Firm size berpengaruh terhadap stock return**

**Pengaruh Debt to Equity Ratio terhadap Kinerja Keuangan dan Stock Return**

Resiko perusahaan yang tinggi akan meningkatkan ketidakpastian pendapatan di masa yang akan datang. Debt to equity merupakan salah satu pengukuran resiko untuk mengukur resiko kebangkrutan perusahaan. Semakin tinggi rasio debt to equity, maka laba perusahaan semakin kecil disebabkan oleh beban bunga yang semakin tinggi (Kimmel, Weygandt,

dan Kieso, 2008). Selain itu, rasio debt to equity yang tinggi menunjukkan semakin tinggi pula resiko perusahaan dimana hal ini akan menyebabkan investor akan sulit untuk melakukan investasi karena investor akan lebih memilih perusahaan dengan tingkat resiko yang lebih rendah (Hull, 1999) sehingga akan memengaruhi stock return perusahaan.

Berdasarkan hal ini, maka dapat dihipotesiskan bahwa:

**H<sub>5</sub> : Debt to equity berpengaruh kinerja keuangan.**

Selain itu, rasio debt to equity yang tinggi menunjukkan semakin tinggi pula resiko perusahaan dimana hal ini akan menyebabkan investor akan sulit untuk melakukan investasi karena investor akan lebih memilih perusahaan dengan tingkat resiko yang lebih rendah (Hull, 1999) sehingga akan memengaruhi stock return perusahaan secara negatif. Namun sebaliknya Nartasyah (2000) dan Sparta (2000) menemukan bahwa debt to equity berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

**H<sub>6</sub> : Debt to equity berpengaruh terhadap stock return.**

**METODE PENELITIAN**

Penelitian ini akan menguji pengaruh *intellectual capital* terhadap *stock return* dengan mediasi kinerja keuangan. Penelitian ini menggunakan paradigma kuantitatif. Untuk menguji hipotesis menggunakan analisis regresi panel data. Penelitian akan menguji *intellectual capital* menggunakan metode VAIC oleh Pulic (2004). *Stock return* akan diukur dengan *cummulative abnormal return* dan ROA sebagai alat ukur kinerja keuangan.

Penelitian ini menganalisis hubungan antara *dependent variable* dan *independent variable*. Definisi masing-masing adalah sebagai berikut:

- a. *Stock Return* sebagai *dependent variable*  
*Stock Return* diukur dengan menggunakan CAR dengan metode *market-adjusted model* yang diyakini sebagai praduga terbaik dalam mengestimasi *return* saham dengan menggunakan *return* indeks pasar (Jogiyanto, 2010)
- b. *Intellectual Capital* (IC) sebagai *independent variable*  
 IC diukur dengan menggunakan metode VAIC dimana semakin tinggi nilai VAIC maka mengindikasikan semakin baiknya manajemen dalam memberdayakan sumber daya dalam penciptaan nilai (Djamil et al, 2013)
- c. Kinerja Keuangan sebagai variabel mediasi

Kinerja keuangan akan diukur dengan menggunakan ROA.

Variabel dalam penelitian ini akan diukur secara kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang diambil dari *website* IDX, *website* perusahaan, dan Yahoo *finance*. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar dalam LQ45 periode 2010 hingga 2015 secara berturut-turut. Data akan olah dengan regresi panel data dimana model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } CAR = \alpha_0 + \alpha_1 VAIC + \alpha_2 FS + \alpha_3 DER + \varepsilon$$

$$\text{Model 1a: } CAR = \beta_0 + \beta_1 HCE + \beta_2 SCE + \beta_3 CEE + \beta_4 FS + \beta_5 DER + \varepsilon$$

$$\text{Model 2: } ROA = \delta_0 + \delta_1 VAIC + \delta_2 FS + \delta_3 DER + \varepsilon$$

$$\text{Model 2a: } ROA = \delta_0 + \delta_1 HCE + \delta_2 SCE + \delta_3 CEE + \delta_4 FS + \delta_5 DER + \varepsilon$$

$$\text{Model 3: } CAR = \delta_0 + \delta_1 VAIC + \delta_2 ROA + \delta_3 FS + \delta_4 DER + \varepsilon$$

$$\text{Model 3a: } CAR = \delta_0 + \delta_1 HCE + \delta_2 SCE + \delta_3 CEE + \delta_4 ROA + \delta_5 FS + \delta_6 FS + \varepsilon$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Untuk menguji pengaruh *intellectual capital* terhadap kinerja perusahaan penelitian menggunakan lima (5) tahun untuk proksi *intellectual capital* dan satu (1) tahun untuk proksi kinerja perusahaan. Hipotesis pada penelitian ini diuji menggunakan regresi berganda. Berikut data deskriptif statistik untuk variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

**Tabel 4. Deskripsi Statistik**

Variable	N = 132			
	Mean	Std. Deviasi	Min.	Max.
VAIC	4.15	1.61	1.94	10.04
HCE	3.13	1.53	1.45	8.98
SCE	0.62	0.15	0.31	0.97
CEE	0.39	0.33	0.11	2.74
ROA	0.11	0.09	0.01	0.40
CAR	-0.003	0.91	-0.8	0.18
Firm size	13.69	0.61	12.66	14.96
DER	0.79	0.57	0.06	2.44

menunjukkan jumlah sampel yang digunakan adalah 132. sebarang variabel komponen VAIC menunjukkan nilai mean sebesar 4.15 dimana menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan mampu memiliki value added IC 4.15. Nilai mean HCE (3.13) menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan menghasilkan value added dari human capital yang dimiliki sebesar 3.13. SCE (0.62) menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan selain human capital, perusahaan juga

menggunakan structural capital dalam menciptakan value added sebesar 0.62. Disamping itu, CEE memiliki nilai mean 0.39 yang berarti bahwa rata-rata perusahaan memiliki book value of net asset sebesar 0.39.

Variabel ROA menunjukkan nilai mean sebesar 0.11 yang berarti bahwa perusahaan secara rata-rata dapat menghasilkan 11% net income dari total aset yang dimiliki. Selanjutnya yaitu CAR yang memiliki nilai mean sebesar -0.003, artinya bahwa saham perusahaan selama periode 2010 hingga 2015 secara rata-rata berada di bawah return pasar. Mean untuk firm size adalah 13.4 yang merupakan logaritma nilai total aset, atau setara dengan Rp. 21.877.610.000.000 yang berarti bahwa perusahaan yang digunakan sebagai sampel rata-rata memiliki nilai total aset sebesar nilai tersebut. DER memiliki nilai rata-rata 0.79 mengindikasikan bahwa perusahaan yang menjadi sampel rata-rata memiliki hutang lebih besar 79% dari modal perusahaan.

**Tabel 5. Regresi model 1a**

Random-effects GLS regression				
Goodness of fit				
R-square = 0.0644			Prob>chi2 = 0.0767	
CAR	Coefficient	Std. Err	Z	P> z
HCE	-0.014	0.005	-2.55	0.010
SCE	0.057	0.075	0.76	0.449
CEE	-0.133	0.013	-0.97	0.330
Firm size	0.016	0.015	1.08	0.279
DER	0.016	0.015	1.12	0.264
_cons	-0.231	0.224	-1.03	0.302

Jika dilihat dari tabel 5, nilai probabilitas z (0,010) dengan angka coefficient -0.015 maka dapat dinyatakan bahwa Hipotesis 1a diterima yaitu HCE berpengaruh terhadap CAR adalah negatif dan signifikan. Sedangkan SCE, CEE, Firm size dan DER memiliki pengaruh yang tidak signifikan ( $\alpha=10\%$ ) terhadap CAR, sehingga Hipotesis 1b, Hipotesis 1c, Hipotesis 4 dan Hipotesis 6 ditolak.

**Tabel 6. Regresi model 2a**

Random-effects GLS regression				
Goodness of fit				
R-square = 0.5146			Prob>chi2 = 0.000	
ROA	Coefficient	Std. Err	Z	P> z
HCE	0.019	0.012	1.59	0.100
SCE	-0.152	0.121	1.26	0.209
CEE	0.063	0.037	1.71	0.087

Firmsize	-0.084	0.024	3.53	0.000
DER	-0.013	0.022	0.59	0.559
_cons	1.292	0.372	3.47	0.001

Tabel 6 menunjukkan nilai koefisien parameter regresi variabel HCE sebesar 0.021 mengindikasikan bahwa HCE berpengaruh positif signifikan (pada tingkat  $\alpha=10\%$ ) terhadap ROA yang berarti hipotesis 2a diterima. Sedangkan variabel SCE dan CEE tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ROA ( $\alpha=10\%$ ) sehingga hipotesis 2b dan 2c ditolak. Kemudian Pengaruh DER terhadap ROA yang menunjukkan hasil tidak signifikan (Hipotesis 5 ditolak), sedangkan pengaruh Firm size terhadap ROA adalah negative dan signifikan pada tingkat  $\alpha=10\%$  (Hipotesis 3 diterima).

**Tabel 7. Regresi model 3a**

Random-effects GLS regression				
Goodness of fit				
R-square =		Prob>chi2 =		
0.0651		0.0893		
CAR	Coefficient	Std. Err	Z	P> z
ROA	-0.042	0.080	0.52	0.606
HCE	-0.014	0.005	2.59	0.010
SCE	0.051	0.073	0.69	0.490
CEE	-0.006	0.011	0.59	0.557
Firmsize	0.013	0.017	0.78	0.435
DER	0.016	0.014	1.10	0.270
_cons	-0.177	0.247	0.72	0.472

Tabel 7 menunjukkan nilai probabilitas z variabel ROA (0.606) menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada tingkat  $\alpha=10\%$ , sehingga Hipotesis 2 ditolak. Karena hasil pengolahan data menunjukkan tidak adanya pengaruh tidak langsung IC terhadap CAR melalui ROA, maka seluruh penjelasan analisis data selanjutnya akan didasarkan pada hasil estimasi regresi yang terdapat pada Tabel 5 dan 6.

### 1. Pengaruh IC terhadap Stock Return

VAIC merupakan metode pengukuran IC yang memiliki tiga komponen dasar yaitu human capital efficiency (HCE), structural capital efficiency (SCE), dan capital employed efficiency (CEE). Penelitian ini menemukan bahwa hanya satu komponen dari VAIC yang mempengaruhi stock return yaitu HCE. HCE memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap stock return. Hal ini tidak selaras dengan penelitian Djamil et al (2013) yang menyatakan bahwa HCE memiliki

pengaruh positif signifikan terhadap stock return. Menurut teori signalling, informasi yang bersifat positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi positif terhadap informasi tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh negatif muncul diduga karena rata-rata CAR yang menunjukkan penurunan dalam periode 2010 hingga 2015 yang merupakan sebuah informasi yang negatif bagi investor karena tidak mengindikasikan adanya return yang semakin tinggi bagi investor. Disamping itu, SCE dan CEE memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap stock return. Hal ini disebabkan karena rata-rata SCE 0,62 dan CEE 0,39 sangatlah kecil dibandingkan HCE yaitu 3,13 dimana berarti SCE dan CEE tidak memiliki peran yang signifikan bagi perusahaan dalam menciptakan value added dimana akhirnya tidak memiliki dapat juga terhadap stock return.

### 2. Pengaruh IC terhadap Stock Return dengan Mediasi Kinerja Keuangan

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap stock return. Hal ini menunjukkan bahwa ROA gagal memediasi hubungan antara komponen VAIC dengan stock return. Namun tabel 4.10 menunjukkan bahwa salah satu komponen VAIC yaitu HCE memiliki pengaruh positif signifikan terhadap ROA. Hal ini sesuai dengan teori resource-based view bahwa pemanfaatan dan pengembangan sumber daya pada perusahaan dapat menghasilkan kinerja yang baik. Hasil diatas menunjukkan bahwa investor lebih memperhatikan intellectual capital yang dimiliki oleh perusahaan daripada ROA, karena IC memiliki sifat yang jangka panjang yang didukung oleh penelitian Djamil et al (2013) yang menyatakan bahwa IC akan mempengaruhi return di masa depan.

### 3. Pengaruh Firm Size terhadap Kinerja Keuangan dan Stock Return

Pengaruh Firm size adalah marginally negatif signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dhawan (2011) yang menemukan hal yang sama. Pengaruh negatif ini muncul karena seiring dengan berkembangnya perusahaan, biaya-biaya yang ditanggung oleh perusahaan juga akan semakin besar, sehingga secara keseluruhan laba perusahaan akan turun. Disamping itu, firm size memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap stock return. Levis (1985) mengungkapkan bahwa perusahaan yang ukurannya besar tidak menjamin bahwa return yang akan diterima oleh investor juga akan besar. Perusahaan besar cenderung memiliki

pertumbuhan laba yang lebih kecil daripada pertumbuhan laba perusahaan kecil (Schmalensee, 1989). Hal ini akhirnya menyebabkan investor tidak mendapatkan return yang lebih baik dari waktu ke waktu. Hal inilah yang diduga menyebabkan firm size tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap stock return.

#### 4. Pengaruh Debt to Equity Ratio terhadap Kinerja Keuangan dan Stock Return

Pada penelitian ini ditemukan bahwa debt to equity ratio memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan dan pengaruh tidak signifikan terhadap stock return. Hasil ini didukung oleh penelitian Ulupui (2007) yang menemukan hasil yang sama. Dalam pendekatan konservatif besarnya hutang maksimal sama dengan modal sendiri (Sutrisno, 2000, p.262). Sedangkan pada penelitian ini, sebagai contoh UNVR, besar hutang adalah dua kali lipat lebih besar daripada modal yang dimiliki. Inilah yang diduga menyebabkan pengaruh negatif DER terhadap kinerja keuangan. Namun hasil yang tidak signifikan mungkin disebabkan oleh kemampuan perusahaan yang dapat mengelola hutangnya dengan baik sehingga komposisi hutang tersebut tidak terlalu mempengaruhi kinerja perusahaan.

Kemudian penelitian juga menemukan bahwa DER memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap stock return. Pengaruh tidak signifikan diduga karena investor yang tidak terlalu memperhatikan seberapa besar hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Namun meski hasilnya tidak signifikan bukan berarti rasio ini dapat diabaikan begitu saja oleh investor, karena seringkali financial distress terjadi disebabkan oleh kegagalan membayar hutang yang menimbulkan resiko kebangkrutan (Natarsyah, 2002).

### KESIMPULAN

*Intellectual capital* pada perusahaan LQ45 menunjukkan bahwa hanya satu komponen dari IC yang mempengaruhi stock return yaitu HCE. HCE memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap stock return. Pengaruh negatif ini diduga dapat muncul karena cost yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk pengembangan sumber daya manusia atau human capital tidak sebanding dengan hasilnya. Sehingga dapat menimbulkan keraguan bagi investor dalam melakukan investasi pada modal intelektual. Selain itu, kinerja keuangan tidak memediasi hubungan IC terhadap stock return. ROA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap CAR, sehingga

ROA tidak dapat berperan sebagai mediator yang signifikan. Ketidak-signifikannya pengaruh ROA terhadap stock return diduga karena investor di BEI cenderung kurang mempertimbangkan ROA dalam proses pengambilan keputusan investasi. Disamping itu, Pengaruh Firm size adalah marginally negatif signifikan terhadap kinerja keuangan. Pengaruh negatif ini muncul karena seiring dengan berkembangnya perusahaan, biaya-biaya yang ditanggung oleh perusahaan juga akan semakin besar, sehingga secara keseluruhan laba perusahaan akan turun. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang ukurannya besar tidak menjamin bahwa return yang akan diterima oleh investor juga akan besar. Perusahaan besar cenderung memiliki pertumbuhan laba yang lebih kecil daripada pertumbuhan laba perusahaan kecil (Schmalensee, 1989).

Pada penelitian ini ditemukan bahwa debt to equity ratio memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan dan pengaruh tidak signifikan terhadap stock return. Hasil ini didukung oleh penelitian Ulupui (2007) yang menemukan hasil yang sama. Dalam pendekatan konservatif besarnya hutang maksimal sama dengan modal sendiri (Sutrisno, 2000, p.262). Sedangkan pada penelitian ini, sebagai contoh UNVR, besar hutang adalah dua kali lipat lebih besar daripada modal yang dimiliki. Inilah yang diduga menyebabkan pengaruh negatif DER terhadap kinerja keuangan. Namun hasil yang tidak signifikan mungkin disebabkan oleh kemampuan perusahaan yang dapat mengelola hutangnya dengan baik sehingga komposisi hutang tersebut tidak terlalu mempengaruhi kinerja perusahaan.

Kemudian penelitian juga menemukan bahwa DER memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap stock return. Pengaruh tidak signifikan diduga karena investor yang tidak terlalu memperhatikan seberapa besar hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Namun meski hasilnya tidak signifikan bukan berarti rasio ini dapat diabaikan begitu saja oleh investor, karena seringkali financial distress terjadi disebabkan oleh kegagalan membayar hutang yang menimbulkan resiko kebangkrutan (Natarsyah, 2002).

### Keterbatasan dan Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan yang sekaligus merupakan implikasi untuk penelitian selanjutnya:

- a. Penelitian ini terbatas dengan sampel yang hanya menggunakan perusahaan yang masuk dalam kelompok LQ45 periode 2010 hingga 2015 secara berturut-turut. Hasilnya mungkin dapat berbeda jika menggunakan lingkup sampel yang lebih luas
- b. Penelitian ini hanya memperhitungkan efisiensi modal intelektual dari sisi biaya yang dikeluarkan secara keseluruhan. Akan lebih baik jika dilakukan pengamatan secara lebih mendalam mengenai produktivitas sumber daya manusia yang dimiliki perusahaan sehubungan dengan biaya-biaya pengembangan modal intelektual perusahaan.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Appuhami, B. R. (2007). The impact of intellectual capital on Investors' capital gains on shares. *International Management Review*.
- Ari Barkah Djamil, D. R. (2013). The Impact of Intellectual Capital on a Firm's Stock Return: Evidence From Indonesia. *Journal of Business Studies Quarterly*, Volume 5, Number 2.
- Arif Kurniadi, N. A. (2013). Kinerja Keuangan Berbasis Penciptaan Nilai, Faktor Makroekonomi, dan Pengaruhnya Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 63-74.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantages. *Journal of Management*, 17: 99.
- Baruch Lev, S. Z. (2003). Intangibles and intellectual capital: an introduction to a special issue. *European Accounting Review*.
- Benny Kuryanto, M. S. (2008). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Kinerja Perusahaan.
- Bontis, D. N. (2000). Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industry. *Journal of Intellectual Capital*.
- Bontis, N. (1998). Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models. *Management Decision*, 63-76.
- Brian L. Connelly, S. T. (2011). Signalling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 39-67.
- Dimitrios Maditinos, D. C. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 132-151.
- Drs. Sutrisno, M. (2000). *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 37-46.
- Gianpaolo Lazzolino, D. L. (2013). Value added intellectual coefficient (VAIC): A methodological and critical review. *Journal of Intellectual Capital*, 547-563.
- Hong Pew Tan, D. P. (2007). Intellectual capital and financial returns of companies. *Journal of Intellectual Capital*, 76-95.
- Husnan, S. (2003). *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Jennie Sir, B. S. (2010). Intellectual Capital dan Abnormal Return Saham. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*.
- Johnson, W. H. (1999). An integrative economy of intellectual capital: measuring the stock and flow of intellectual capital components in the firm. *International Journal of Technology Management*.
- Kaplan, N. (2004). Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets. *Harvard Business Review*.
- Laury Bollen, P. V. (2007). Intellectual capital disclosure and intangible value drivers: an empirical study. *Management Decision*, 1163-1180.
- Lois Mahoney, R. W. (2007). Corporate social responsibility, financial performance, and institutional ownership in Canadian firms. *Accounting forum* 31, 233-253.
- Megawati Cheng, Y. J. (2011). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Abnormal Return. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*.
- Menike M.G.P.D, W. M. (2013). Stock Market Reactions to the Releases of Annual Financial Statements. *European Journal of Business and Management*.
- Meritum. (2002). *Guidelines for managing and reporting on intangibles*.
- Ming-Chin Chen, S.-J. C. (2005). An empirical investigation of the relationship

- between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 159.
- Mohammad Hossein Vadiiei, S. M. (2012). Accounting criteria and economic performance evaluation with stock return. *Asian Journal of Management Sciences and Education*.
- Nimtrakoon, S. (2005). An Empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 159-176.
- Per Nikolai Bukh, C. N. (2005). Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 713-732.
- Pulic, A. (1998). Measuring the Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy.
- Pulic, A. (2004). Intellectual Capital - does it create or destroy value? *Measuring Business Excellence*, 62-68.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003). Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: A study of the resource-based and stakeholder views. *Journal of Intellectual Capital*, 215-226.
- Richard Petty, J. G. (2000). Intellectual Capital Literature Review: Measurement, reporting, and management. *Journal of Intellectual Capital*, 155-176.
- Santi Gopal Maji, M. G. (2016). Intellectual Capital and Firm Performance in Emerging Economies. *Review of International Business and Strategy*, 410-430.
- Saverio Bozzolan, F. F. (2003). Italian annual intellectual capital disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, 1469-1930.
- Septy Kurnia Fidhayatin, N. H. (2012). Analisis nilai perusahaan, kinerja perusahaan, dan kesempatan bertumbuh perusahaan terhadap return saham pada perusahaan manufaktur BEI. *The Indonesian Accounting Review*, 203-214.
- Seyed Alireza Mosavi, S. N. (2012). A study of relations between intellectual capital components, market value, and financial performance. *African Journal of Business Management*, 1396-1403.
- Steven Firer, S. M. (2003). Intellectual Capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of Intellectual Capital*, 348-360.
- Ulupui, I. (2007). Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas Terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*.
- Vicente Lima Crisostomo, F. d. (2011). Corporate Social Responsibility, firm value, and financial performance. *Social Responsibility Journal*, 295-309.
- Volkov, A. (2012). Value Added Intellectual Coefficient (VAIC): A Selective Thematic-Bibliography. *Journal of New Business Ideas & Trends*, 14-24.
- Wen-Ying Wang, C. C. (2005). Intellectual capital and performance in causal models. *Journal of Intellectual Capital*, 222-236.
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 171-180.
- Yeye Susilowati, T. T. (2011). Reaksi Signal Rasio Profitabilitas dan Rasio Solvabilitas Terhadap Return Saham Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 17-37.