

MENILAI EFEK MODERASI DARI TATA KELOLA PERUSAHAAN PADA HUBUNGAN INTELLECTUAL CAPITAL DAN KINERJA PASAR

Prasojo^{1*}

Muhammad Yusuf Shalihin²

^{1,2}UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

*Korespondensi : 198703222015031004@uin-suka.ac.id

Abstract

This study relates the relationship between Intellectual Capital (IC) and the company's market performance as moderated by corporate governance. The results of this study prove that the total value-added intellectual capital (VAIC) does not have a significant effect on the company's market performance. Partially only CEE has a significant positive effect on the company's market performance. HCE has a negative and significant relationship, meanwhile, SCE has a positive but insignificant correlation to the company's market performance. The samples used in this study were all companies included in the LQ45 index category in the 2015-2018 period. Statistical data processing is carried out through panel data testing with the fixed-effect method. The research contributes to potential investors in making investment decisions by considering the existence of IC and corporate governance as part of the investor analysis. The results of this study are also expected to provide empirical evidence about the relationship between IC, CG, and market performance in Indonesia. These findings will expand the IC literature in business operations in Indonesia concerning the role of IC on its direct impact on market performance. Contribution to regulators, disclosure, and presentation of IC is related to PSAK 19 which has been adopted from IAS 38.

Keywords: *Corporate Governance; Intellectual capital; LQ45*

Abstrak

Penelitian ini menguji hubungan antara model intelektual (IC) dan kinerja pasar yang dimoderasi oleh corporate governance (CG). Studi ini menunjukkan bahwa the total value-added intellectual capital (VAIC) tidak berpengaruh signifikan pada kinerja pasar perusahaan. Secara parsial, diduga hanya capital employed efficiency (CEE) yang positif signifikan mempengaruhi kinerja pasar perusahaan. Human capital employed (HCE) berpengaruh negatif tetapi social capital employed (SCE) tidak berpengaruh pada kinerja pasar. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang masuk dalam indeks LQ 45, selama periode 2015-2018. Pengolahan data menggunakan fixed-effect method. Kontribusi utama riset untuk investor potensial dalam pembuatan keputusan investasi dengan mempertimbangkan IC dan CG. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa IC berpengaruh langsung pada kinerja pasar. Kontribusi riset berhubungan dengan PSAK 19 yang merupakan adopsi IAS 38.

Kata Kunci: *Corporate Governance; Modal Intelektual; LQ45*

JEL Classification: M41, M42

Submission date: 1 February 2022

Accepted date: 30 March 2022

PENDAHULUAN

Secara umum penilaian kinerja keuangan perusahaan didasarkan pada nilai buku dan kinerja pasar (harga pasar saham). Menurut Chu, Chan, & Wu (2011) bahwa kinerja akuntansi tidak dapat mencerminkan nilai pasar perusahaan. Kesenjangan ini melahirkan berbagai model pengukuran IC yang dapat merepresentasikan nilai aset yang belum tercermin di laporan keuangan. Laporan keuangan memiliki keterbatasan dalam hal menyajikan nilai intangible asset seperti intellectual capital (IC). *Intangible asset* dapat dikonversi menjadi laba namun tidak tersaji dalam laporan keuangan, sehingga dapat menyesatkan stakeholder dalam pengambilan keputusan investasi. Investor menggarisbawahi proses transformasi *intangible asset* menjadi nilai tambah bagi perusahaan (Kweh et al., 2019). Investor dalam melakukan analisis investasi seharusnya tidak hanya berfokus pada faktor keuangan, tetapi juga memperhatikan informasi aset tidak berwujud yang dapat menghasilkan arus kas dimasa depan.

Teori *resource-based view* mengklaim bahwa komposisi sumber daya berwujud dan tidak berwujud yang dikelola oleh perusahaan sebagai aktor utama dalam mencapai kinerja. Menurut Scafarto, Ricci, & Scafarto (2016) bahwa IC merupakan sumber daya penting dalam menjalankan bisnis. Untuk mempertahankan kinerja perusahaan yang berkelanjutan maka perusahaan harus memiliki sumber daya yang strategis yaitu IC (Hsu and Wang, 2012). Perkembangan teknologi informasi dan ilmu pengetahuan menjadi pemicu ketertarikan dalam melakukan riset IC (Guthrie et al., 2001). *Intellectual capital* merupakan salah satu instrument yang dapat mempengaruhi kinerja pasar perusahaan (Edvinsson and Malone, 1997).

IC harus dikelola secara efektif karena berperan penting dalam menentukan kinerja dan daya saing perusahaan. Chang & Hsieh (2011) mengatakan bahwa IC sulit untuk diidentifikasi dan diukur. Perusahaan harus memilih metode yang tepat untuk mengukur dan menentukan pemanfaatan IC. Pulic (1998) mengembangkan metode pengukuran IC berbasis nilai tambah dengan nama *value added intellectual capital* (VAIC). Metode ini mudah diadopsi karena logis, mudah digunakan dan memiliki standar (Bayraktaroglu et al., 2019). Data yang digunakan untuk menghitung efisiensi bersumber dari laporan keuangan sehingga dapat membandingkan antar perusahaan (Madinios et al., 2011). Metode VAIC berfokus pada transformasi penggunaan modal fisik dan IC dalam menghasilkan nilai tambah (Pulic, 2000).

Penelitian sebelumnya telah banyak memberikan bukti bahwa IC memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan namun masih sedikit yang mempertimbangkan *corporate governance* (CG). Penelitian ini akan menambahkan variabel CG melalui peran direksi dalam proses penciptaan nilai. *Corporate governance* ikut berperan penting dalam menentukan alokasi penggunaan IC.

Hasil penelitian sebelumnya tentang hubungan antara IC dan kinerja perusahaan masih ada perbedaan hasil, sehingga masih menjadi yang menarik untuk diskusikan lebih lanjut. Kweh et al. (2019) membuktikan bahwa IC berpengaruh positif signifikan, namun ketika dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah efek berubah menjadi negatif signifikan. IC memiliki hubungan positif dengan kinerja bank di India oleh Tiwari & Vidyarthi (2018), dan hasil yang sama untuk bank di Korea (Yilmaz & Acar, 2018). Hasil yang berbeda dari Nawaz & Roszaini (2017) dan Scafarto et al. (2016) bahwa hubungan IC dan kinerja perusahaan masih perlu diskusikan

lebih lanjut. Mahmood, Sheeraz, Shoaib, Tanweer, & Kanwal (2018) mengungkapkan bahwa IC berperan meningkatkan kinerja pasar bank umum di Pakistan.

Perkembangan pasar modal Indonesia cenderung mengalami kenaikan selama periode 2015-2018. Berdasarkan data statistik pasar modal OJK periode minggu keempat bulan Desember 2018 tergambar bahwa indeks IHSG dan LQ45 cenderung mengalami kenaikan (OJK, 2018). Pada tahun 2018 IHSG dan LQ45 sama-sama terkoreksi negatif. Menurut Purnomo (2018) analisis dari Danareksa Sekuritas, penyebab koreksi disebabkan oleh tiga faktor yaitu tingginya harga minyak dunia, pertumbuhan ekonomi Indonesia, dan kinerja emiten (Purnomo, 2018).

Table 1
Data perkembangan IHSG dan LQ45

Periode	IHSG	LQ45
2015	4.593,01	792,03
2016	5.296,71	884,62
2017	6.355,65	1.079.39
2018	6.194,50	982,72

Secara khusus penelitian ini akan menganalisis CG yang moderasi hubungan IC dengan kinerja pasar. Penelitian diharapkan berimplikasi terhadap calon investor dalam pengambilan keputusan investasi dengan mempertimbangan keberadaan IC dan tata kelola perusahaan sebagai bagian dari analisis investor. Hasil penelitian ini juga diharapkan memberikan evidence secara empiris tentang hubungan IC, CG, dan *market performance* di Indonesia. Temuan ini dapat memperluas literatur IC dalam operasi bisnis di Indonesia berkaitan dengan peran IC yang spesifik memiliki dampak langsung terhadap kinerja pasar.

Paper ini disusun dalam lima bagian, pertama introduction. Bagian kedua menyajikan literature review dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga menjelaskan metodologi. Bagian keempat menyajikan output statistik dan membahas hasil temuan. Bagian kelima menarik kesimpulan dan menjelaskan implikasi dari hasil penelitian ini.

REVIU LITERATUR DAN HIPOTESIS

Teori *resource-based view*

Teori *resource-based view* berargumen bahwa perbedaan portofolio sumberdaya perusahaan dapat menentukan tingkat profitabilitas perusahaan (Wernerfelt, 1984). Menurut Barney (1991) bahwa *teori resource-based view* menjadikan aset tidak berwujud sebagai faktor penting perusahaan dalam menciptakan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan. Hampir seluruh perusahaan di seluruh dunia saat ini bertransformasi dari industri padat modal menjadi berbasis pengetahuan. Selama ini

ukuran kinerja traditional hanya berfokus pada aspek keuangan. Maka, diperlukan teknik baru yang dapat mengukur nilai aset tidak berwujud karena berdampak terhadap kinerja perusahaan (Tassawar Nawaz & Roszaini, 2017).

Teori keagenan

Pemegang saham berkepentingan untuk memaksimalkan profit atas investasi yang ditanamkan dalam perusahaan. Investor mungkin tidak memiliki kualifikasi yang memadai untuk mengelola perusahaan sehingga mempekerjakan profesional. Manajemen profesional bertanggungjawab untuk mengelola sumber daya perusahaan dan memiliki kekuasaan dalam mengendalikan sumber daya tersebut. Pada sisi lain manajemen mungkin memiliki kepentingan pribadi yang bertentangan dengan keinginan pemegang saham. Pemisahan kepemilikan dan manajemen mengakibatkan konflik kepentingan. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen seperti masalah efisiensi manajemen dan *over investment* (Allam, 2018). Untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham diperlukan alat untuk mengontrol perilaku oportunistik manajemen yaitu mekanisme tata kelola perusahaan.

Intellectual capital dan VAIC

Literatur IC dalam bidang akuntansi telah berkembang pesat. Asiaei, Jusoh, & Bontis (2018) mengklasifikasikan IC kedalam tiga kategori yaitu *human capital* (HC), *structural capital* (SC), dan *relational capital* (RC). HC berkaitan dengan karakteristik karyawan yang dimiliki perusahaan seperti *skill*, level pendidikan, pengalaman (Inkinen, 2015). SC meliputi semua aset pengetahuan *non-human* yang bersumber dari konversi pengetahuan manusia seperti SOP, database dan properti intelektual yang lainnya (Khaliq et al., 2018). RC merupakan aset yang berasal dari hubungan dengan pihak eksternal terkait dengan customer, vendor, komunitas dan mitra bisnis lainnya (Ozkan et al., 2017).

Value Added Intellectual Capital (VAIC) merupakan metode yang dikembangkan oleh Pulic (1998), didesain untuk menyajikan informasi mengenai *value creation efficiency* dari aset berwujud (*tangible asset*) dan aset tidak berwujud (*intangible asset*) yang dimiliki perusahaan. Model ini dimulai dengan kemampuan perusahaan dalam menciptakan *value added* (VA). VA adalah indikator paling objektif untuk menilai keberhasilan bisnis dan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam penciptaan nilai (*value creation*).

Terdapat beberapa kelebihan pengukuran VAIC, yaitu mudah untuk dihitung, telah terstandarisasi, memiliki dasar pengukuran yang konsisten, memungkinkan untuk melakukan analisa perbandingan baik antar perusahaan di dalam suatu negara maupun antar negara dan data yang digunakan berdasarkan data keuangan yang terdapat pada laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan profesional, kemudahan dalam perhitungan dengan menggunakan metode VAIC memungkinkan bagi para calon investor untuk melakukan analitisal prosedur pada perusahaan terbuka (Firer & Mitchell Williams, 2003). Metodologi untuk pengukuran IC sampai saat belum ada yang sempurna karena setiap metode masing-masing memiliki kelebihan dan keunggulan.

***Intellectual capital* dan kinerja pasar**

Penggunaan *intellectual capital* yang baik dapat menghasilkan sumber daya pengetahuan yang memiliki nilai yang tinggi dan tidak mudah untuk ditiru oleh kompetitor maupun produk substitusi lainnya sehingga dapat berkontribusi terhadap performa operasional perusahaan dan juga *competitive advantage* perusahaan (Menor et al., 2007). Penggunaan *intellectual capital* yang baik akan meningkatkan *competitive advantage* dari produk yang dihasilkan dan diharapkan dapat meningkatkan laba perusahaan dengan meningkatnya keinginan investor untuk memberikan sumber daya modal dengan biaya yang rendah karena rendahnya risiko kegagalan perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Berzkalne & Zelgalve, 2014).

Beberapa studi sebelumnya (Hamdan, 2018; Scafarto et al., 2016; Smriti & Das, 2018) menyatakan bahwa tingkat *intellectual capital* akan mempengaruhi kinerja perusahaan melalui produktivitas karyawan, peningkatan *skill*, dan peningkatan profit perusahaan. Maka dapat dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki IC dengan nilai VA yang semakin tinggi maka akan semakin tinggi kinerja berdasarkan nilai pasarnya. Oleh karena itu hipotesis pertama yaitu:

H1a: Diduga ada pengaruh positif VAIC pada kinerja pasar

Human capital efficiency (HCE) berperan penting dalam dalam pencapaian kinerja perusahaan, karena HCE merupakan aset perusahaan dalam penciptaan nilai perusahaan. Oleh sebab itu, perusahaan membutuhkan *human capital* yang memiliki kompetensi, pengetahuan, kemahiran, dan ketrampilan yang baik. Vidyarthi & Tiwari (2019) memberikan bukti bahwa HCE memiliki hubungan positif signifikan pada kinerja bank umum di India. Bayraktaroglu et al. (2019) menemukan hal yang sama bahwa HCE berkorelasi positif dengan kinerja perusahaan yang listing di Bursa Turki. Oleh karena itu, kami merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1b: Diduga ada pengaruh positif HCE pada kinerja pasar

Structructural capital (SC) dapat menciptakan lingkungan organisasi yang dapat mempengaruhi pengetahuan (Nawaz, 2017). Perusahaan yang memiliki SC yang kuat akan mendorong lingkungan bisnis perusahaan yang inovatif. Secara empiris beberapa penelitian telah memberikan bukti bahwa SC berkorelasi positif dengan kinerja perusahaan. Veltri & Silvestri (2011) membuktikan bahwa SCE signifikan dan menunjukkan hubungan positif dengan harga saham pada perusahaan listing di Italia. Hamdan (2018) mengungkapkan bahwa SCE memiliki hubungan positif signifikan dengan ROA dan Tobins' Q pada perusahaan listing di Bahrain. Berbeda dengan temuan (Ousama et al., 2019) bahwa SC memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kinerja keuangan bank syariah di negara-negara GCC. Bayraktaroglu et al. (2019) mengatakan bahwa SCE berpengaruh negatif signifikan terhadap *market value to book value* pada perusahaan manufaktur di Turki. Berdasarkan argument tersebut, dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan SCE yang tinggi maka akan sangat cepat dalam melakukan inovasi produk dan layanan. Perusahaan yang merespon cepat dengan inovasi akan menarik minat investor yang pada akhirnya akan menikkan harga saham perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis selanjutnya dirumuskan sebagai berikut:

H1c: Diduga ada pengaruh positif SCE pada kinerja pasar

Capital employed (CE) yang digunakan perusahaan akan meningkatkan profit karena berkontribusi pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Semakin efisien dalam penggunaan CE maka akan mendorong peningkatan pendapatan yang akan meningkatkan profit. Investor dengan tujuan investasi dalam panjang akan cenderung menyukai perusahaan dengan fundamental keuangan yang baik salah satunya menghasilkan profit. Apabila banyak investor yang tertarik untuk menaruh investasi pada perusahaan tersebut, maka harga pasar saham akan meningkat. Beberapa penelitian sebelumnya membuktikan bahwa CEE memiliki korelasi positif dengan kinerja, meskipun ada hasil penelitian yang kontra. Hamdan (2018) mengatakan CEE memiliki hubungan positif dengan ROA dan Tobin's Q pada perusahaan listing di Arab Saudi dan Bahrain. Berzkalne & Zelgalve (2014) mengatakan bahwa CEE memiliki korelasi positif dan signifikan terhadap ROA. Kontra dengan temuan (Bayraktaroglu et al., 2019) bahwa CEE memiliki hubungan negatif signifikan dengan ROA. Penelitian ini mendukung argumentasi bahwa CEE mempengaruhi kinerja pasar perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H1d: Diduga ada pengaruh positif CEE pada kinerja pasar

***Corporate governance* memoderasi hubungan IC dan kinerja pasar**

Bebchuk & Weisbach (2010) berpendapat bahwa direksi dapat menggambarkan mekanisme control dalam tata kelola perusahaan. Direksi memiliki tanggungjawab untuk memantau dan memberikan nasihat agar manajemen dapat berjalan efektif sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Ukuran direksi yang besar dapat mengatasi dominasi CEO dalam susunan direksi (Hussainey & Al-Najjar, 2012). Hasil empiris studi (Ali, 2018) membuktikan bahwa ukuran direksi dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan secara positif ukuran direksi mempengaruhi kinerja perusahaan. Menurut Larmou & Vafeas (2010) bahwa meningkatkan ukuran direksi terbukti meningkatkan kinerja dan nilai pasar pada perusahaan yang secara terus menerus mengalami kinerja yang buruk.

H2: Board Size memperkuat hubungan IC dengan kinerja pasar

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Sampel perusahaan yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam kategori indeks LQ45. Alasan pemilihan sampel karena perusahaan LQ45 termasuk kategori *blue chip* dengan tingkat volume transaksi perdagangan yang tinggi. Perusahaan *blue chip* disumsikan memiliki kinerja pasar yang bagus dan memiliki laporan keuangan yang lengkap. Rentang penelitian dilakukan dari tahun 2015-2018 dengan teknik pengambilan sampel secara *purposive*. Kriteria sampel yang digunakan yaitu: (1) termasuk dalam indeks LQ45 secara berturut-turut dari tahun 2015-2018; (2) tersedia laporan lengkap sesuai data yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Data penelitian ini diperoleh dari publikasi laporan tahunan oleh Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Penelitian ini menggunakan uji data panel, berdasarkan uji Hausman metode terpilih adalah *fixed effect*. Data diolah dengan menggunakan *software* stata versi 16.1.

**Variabel Dependen
Kinerja Pasar**

Penelitian ini menggunakan kinerja pasar sebagai variabel dependen. Pengukuran variabel dependen adalah dengan Tobin’s Q yang merupakan ukuran berbasis pasar sehingga dapat mencerminkan nilai perusahaan sesuai kondisi sekarang. Pengukuran ini telah digunakan oleh peneliti sebelumnya seperti (Buallay, 2019; Nawaz, 2017; Saidat et al., 2019; Shamsudin et al., 2018; Singh et al., 2018). Berikut ini disajikan model statistik untuk penelitian ini:

1. $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 VAIC_{it} + \beta_2 Ln_Asset_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \epsilon_{it}$
2. $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 HCE_{it} + \beta_2 SCE_{it} + \beta_3 CEE_{it} + \beta_4 Ln_Asset_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \epsilon_{it}$
3. $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 HCE_{it} + \beta_2 SCE_{it} + \beta_3 CEE_{it} + \beta_4 CG_{it} + \beta_5 Ln_Asset_{it} + \beta_6 Leverage_{it} + \epsilon_{it}$
4. $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 VAIC_{it} + \beta_2 VAIC_{it} * CG_{it} + \beta_3 Ln_Asset_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \epsilon_{it}$
5. $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 HCE_{it} * CG_{it} + \beta_2 SCE_{it} * CG_{it} + \beta_3 CEE_{it} * CG_{it} + \beta_4 Ln_Asset_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \epsilon_{it}$

Q merupakan kinerja pasar yang diukur menggunakan Tobin’s Q. Rumus untuk menghitung rasio Tobin’s Q adalah *market value of equity + liabilities* dibagi dengan *book value of total assets + liabilities* (Singh et al., 2018). Pengukuran IC mengadopsi VAIC dari peneliti sebelumnya (Bayraktaroglu et al., 2019), bahwa VAIC merupakan akumulasi dari HCE, SCE, dan CEE. CEE diperoleh dari *value-added (VA)* dibagi dengan nilai aset bersih perusahaan, dimana VA merupakan laba operasi ditambah dengan biaya yang berkaitan karyawan (*personal expenses*). HCE diperoleh dari nilai VA dibagi dengan *personal expenses*. SCE diperoleh dari VA dikurangi dengan *personal expenses*, kemudian dibagi dengan VA. Penelitian ini menggunakan variabel kontrol ukuran perusahaan (*size*) dan *leverage* (Nawaz & Roszaini, 2017). Size diprosikan dengan log natural (Ln_size) dari total aset, sedangkan leverage diperoleh dari formula total hutang dibagi dengan total aset.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Pengujian statistik dilakukan dengan menggunakan metode panel statis dengan model *fixed effect* berdasarkan hasil uji hausman. Hasil statistik deskriptif yang disajikan pada tabel 1. Selama periode pengamatan dari tahun 2015-2018, nilai perusahaan pada masing-masing sampel perusahaan tidak mengalami perubahan signifikan.

Tabel 2
Descriptive Statistics

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Q	80	2,21951	2,99087	0,39637	13,39244
VAIC	80	6,47339	3,25817	(3,80851)	17,42281
HCE	80	4,97222	3,19113	(1,46636)	16,20819
SCE	80	1,32175	0,95375	(4,66445)	6,54734
CEE	80	0,17942	0,15222	(0,02380)	0,72069
CG	80	0,00725	0,02877	-	0,15190

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Ln_Asset	80	17,40351	0,73231	15,75768	18,65752
Leverage	80	0,44566	0,20308	0,02700	1,00000

Analisis Deskripsi Variabel

Berdasarkan data statistik deskriptif pada tabel satu diperoleh gambaran jumlah observasi, nilai mean standar deviasi, nilai minimal, dan nilai maksimal. Lima perusahaan peringkat teratas dengan nilai perusahaan diatas rata-rata yaitu: (1) Unillever; (2) HM Sampoerna; (3) Kalbe Farma; (4) Indofood CBP Sukses Makmur; dan (5) Indocement Tunggal Prakarsa. Statistik deskriptif dari variabel IC, data perusahaan dengan efisiensi nilai yang diciptakan melalui aset perusahaan berdasarkan tiga peringkat teratas yaitu: (1) Sri Rejeki Isman; (2) Adaro Indonesia; dan (3) Indah Kiat Pulp and Paper. Variabel *corporate governance* dalam penelitian ini menggunakan proksi board size. Berdasarkan data board size, terdapat enam perusahaan yang memiliki jumlah board diatas rata-rata selama tahun 2015-2018. Perusahaan tersebut yaitu: (1) AKR Corporindo; (2) Sawit Sumbermas Sarana; (3) Unilever Indonesia; (4) Indofood CBP Sukses Makmur; (5) Gudang Garam; dan (5) HM Sampoerna.

Tabel 3
Hasil uji panel statis dengan metode *fixed effect*

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
VAIC	0.00588 [0.02596]				
Ln_Asset	-0.66475** [0.30347]	-0.54780* [0.29006]	-0.56495* [0.29509]	-0.65526** [0.29840]	-0.62238** [0.30225]
Leverage	-0.49740 [0.59993]	0.25554 [0.69916]	0.23802 [0.70144]	-0.59634 [0.60979]	-0.72136 [0.66737]
HCE		-0.13059*** [0.04308]	-0.12956*** [0.04339]		
SCE		-0.05919 [0.06225]	-0.05862 [0.06207]		
CEE		11.93689*** [1.53338]	11.78922*** [1.56882]		
CG			1.83697 [9.24950]		
vaic_cg				0.46991 [0.65067]	
hce_cg					3.70373 [3.69152]
sce_cg					-10.41235 [14.64280]
cee_cg					-370.37697 [408.27492]
_cons	13.97209*** [5.28538]	10.22513** [5.05839]	10.53878** [5.13572]	13.84890*** [5.22343]	13.45541** [5.27569]
N	80	80	80	80	80
F Statistik					
P-value F Statistik	0.11735	0.00000	0.00000	0.09389	0.20471
R Square	0.07504	0.79226	0.79401	0.05452	0.07932

Standard errors in brackets

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Berdasarkan tabel 2 diatas, diperoleh gambaran bahwa IC secara total tidak signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan karena koefisien lebih besar dari 5% maupun 10% sehingga hipotesis H1a ditolak. Penelitian ini juga menguji IC secara parsial yang terdiri atas HCE, SCE, dan CEE. HCE terlihat negatif signifikan mempengaruhi kinerja pasar perusahaan. Koefisien menunjukkan signifikan dibawah dibawah level signifikansi 1%. Hal ini menunjukkan bahwa HCE mempengaruhi harga pasar secara negatif sangat kuat. Oleh karena itu hipotesis H1b ditolak. SCE tidak terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja pasar. Hasil statistik SCE terlihat koefisien negatif dan tidak signifikan sehingga hipotesis H1c juga tertolak. CEE berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan karena koefisien lebih kecil dari level signifikansi 1% dengan arah positif, maka hipotesis H1d diterima. *Corporate governance* tidak terbukti dapat mempengaruhi nilai pasar. Pada hubungan moderasi antara IC dengan nilai pasar, *corporate governance* tidak terbukti secara signifikan memoderasi hubungan tersebut. Baik pada hubungan VAIC secara total maupun secara parsial (HCE, HCE, dan CEE) terbukti hasil koefisiennya lebih dari level signifikan 5%.

VAIC berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kinerja pasar. Hasil ini mendukung penelitian sebelumnya (Mehralian et al., 2012; Tanideh, 2013). Bukti ini bertentangan dengan hasil penelitian (Hamdan, 2018; Scafarto et al., 2016; Smriti & Das, 2018). Kami merumuskan hipotesis penelitian ini bahwa tingkat *intellectual capital* akan mempengaruhi kinerja perusahaan pada akhirnya akan menaikkan nilai pasar melalui kenaikan harga saham. Hasil statistik menunjukkan hasil yang berbeda, kami menduga bahwa perusahaan tidak mengungkapkan secara detail tentang investasi berkaitan dengan karyawan misalnya biaya training, kompensasi selain gaji dan bonus dalam laporan tahunan mereka. Selain itu, hanya sedikit perusahaan yang mengungkapkan investasi dalam *intangible asset* (misalnya: software) secara rinci. Semua hal ini akan berdampak pada nilai *value added* yang pada akhirnya akan mempengaruhi hasil akhir VAIC.

Hasil penelitian ini menemukan HCE berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja pasar. Hasil ini kontra dengan penelitian (Bayraktaroglu et al., 2019; Tiwari & Vidyarthi, 2018), namun hasil ini mendukung dari penelitian (Soewarno & Tjahjadi, 2020). Hal ini memberikan bukti bahwa *human capital* (HC) perusahaan sampel belum dikelola dengan baik sehingga tidak memberikan kontribusi yang diharapkan dalam banyak literatur. Investasi untuk pengembangan HC justru akan berkontribusi dalam penurunan kinerja. Kondisi ini dapat disebabkan karena perusahaan belum membuat *roadmap* pengembangan HC, pada akhirnya skill atau pengetahuan yang baru belum dapat dimanfaatkan oleh perusahaan. Investasi yang dikeluarkan justru menurunkan profit karena hasil dari investasi belum dimanfaatkan secara maksimal. Kemungkinan lain, banyak perusahaan yang telah mengembangkan perangkat berbasis IT sehingga lebih mendayagunakan aset non-HC.

SCE tidak terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja pasar. Hasil ini sesuai dengan (Bayraktaroglu et al., 2019; Ousama et al., 2019), namun bertolak belakang dengan (Hamdan, 2018; Nawaz, 2017; Veltri & Silvestri, 2011). Hasil ini membuktikan banyak perusahaan yang belum fokus pada investasi pada *structure capital*. Banyak perusahaan besar yang termasuk dalam LQ45 masih mengandalkan investasi fisik dan aset keuangan. Hal ini terdeteksi dari laporan tahunan tidak diungkapkan data-data keuangan berkaitan dengan komponen investasi SC.

CEE berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian (Berzkalne & Zelgalve, 2014; Hamdan, 2018) dan menolak hasil penelitian (Bayraktaroglu et al., 2019). Temuan ini mengindikasikan bahwa penggunaan CEE yang efisien mampu menaikkan nilai pasar. Aset fisik merupakan sumber daya strategis yang mampu memberikan nilai tambah perusahaan dalam kegiatan ekonomi produktif (Kweh et al., 2019). Aset fisik dan keuangan yang didayagunakan dengan efisien akan menghasilkan nilai yang akan menaikkan *value-added*, pada akhirnya akan berdampak terhadap kinerja.

Corporate governance tidak terbukti dapat mempengaruhi nilai pasar. Pada hubungan moderasi antara IC dengan nilai pasar, *corporate governance* tidak terbukti secara signifikan memoderasi hubungan tersebut. Menurut teori keagenan bahwa dewan direksi bertugas untuk mengontrol perilaku para manajer (Fama & Jensen, 1983). Hasil penelitian menemukan hasil yang kontras, tata kelola yang diproksikan dengan ukuran dewan tidak memoderasi secara signifikan pada hubungan IC dengan kinerja pasar. Tata kelola terbukti tidak dapat memoderasi hubungan IC dengan kinerja disebabkan oleh minimnya tingkat pengetahuan tentang *intangible asset* yang berkaitan dengan IC khususnya *human capital dan structural capital*. Direksi masih memiliki cara pandang konvensional bahwa aset fisik dan keuangan yang dominan dalam menghasilkan profit karena ini akan memberikan dampak dalam jangka pendek. IC bersifat strategis yang akan memberikan kontribusi terhadap profit dalam jangka panjang sehingga hal ini kurang menarik bagi para direksi dengan cara pandang tradisional.

Penelitian ini tidak mendukung teori *resource-based view*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki banyak sumberdaya, namun tidak dimanfaatkan secara efisien tidak akan berdampak pada kenaikan kinerja. Saat ini banyak tren riset yang mengalisis hubungan IC dengan kinerja perusahaan. Banyak pendekatan yang dilakukan baik dari sisi cakupan sampel maupun metode pengukuran IC yang digunakan namun hasil dari penelitian tersebut masih belum konsisten. Studi ini dilakukan dengan sampel perusahaan listing di Indonesia dalam kategori indeks LQ45. Perusahaan dalam indeks LQ45 merupakan perusahaan yang paling aktif diperdagangkan di bursa efek. Perusahaan-perusahaan tersebut diharapkan memiliki fundamental keuangan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan non indeks LQ45.

Dewan direksi harus meningkatkan perannya dalam mengontrol manajer perusahaan terkait investasi IC. Investasi tersebut harus diungkapkan secara rinci dalam laporan tahunan perusahaan. Kuantitas dan kualitas pengungkapan dalam laporan tahunan ini dapat meningkatkan respon positif para investor dan calon investor. Investor yang menyukai analisis fundamental cenderung lebih detail dalam membaca semua laporan dan informasi yang terpublikasikan di bursa efek maupun dari kanal lain.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Studi ini mengkaitkan hubungan IC dengan kinerja pasar perusahaan yang dimoderasi oleh *corporate governance*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa secara total *value-added intellectual capital* (VAIC) tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan. IC secara parsial hanya CEE yang memiliki pengaruh

signifikan positif terhadap kinerja pasar perusahaan. HCE memiliki hubungan negatif signifikan, sedangkan SCE memiliki korelasi positif namun tidak signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang termasuk dalam kategori indeks LQ45 pada periode 2015-2018. Penelitian ini berimplikasi pada teori *resource-based view* dan teori keagenan. Teori *resource-based view* berpandangan bahwa perusahaan tidak cukup hanya memiliki sumber daya, namun harus punya strategi untuk mengelola seefisien mungkin sehingga akan memberikan kontribusi nyata pada peningkatan profit perusahaan. Teori keagenan dalam penelitian ini dikaitkan dengan manajer menyukai hal yang bersifat jangka pendek karena akan berdampak langsung pada kompensasi (bonus) daripada hal-hal strategis yang manfaatnya tidak dapat dirasakan langsung. Penelitian ini berimplikasi terhadap praktik pengungkapan IC dalam laporan tahunan.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan antara lain: (1) cakupan sampel yang digunakan terlalu kecil hanya indeks LQ45; (2) menambahkan variabel independen yang dapat mempengaruhi nilai pasar lain agar model lebih baik seperti profitabilitas, pembagian deviden, atau aksi korporasi.

Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Perusahaan seharusnya mengungkapkan secara detail investasi dalam aset tidak berwujud terutama yang berkaitan dengan IC karena dalam literatur IC dapat berdampak positif pada kinerja. Pengungkapan yang lebih komprehensif dapat meningkatkan transparansi informasi di pasar modal, sehingga dapat meningkatkan minat investor yang pada akhirnya dapat meningkatkan harga saham perusahaan. Implikasi terhadap regulator, bahwa pengungkapan dan penyajian IC ini terkait dengan PSAK 19 yang telah mengadopsi IAS 38. Praktik pengungkapan dan penyajian IC yang lebih baik ini dapat menyempurnakan standar akuntansi yang berlaku dalam rangka merespon perubahan dunia bisnis.

DAFTAR PUSTAKA

- Allam, B. S. (2018). The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(6), 1147–1176. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2016-0184>
- Asiaei, K., Jusoh, R., & Bontis, N. (2018). Intellectual capital and performance measurement systems in Iran. *Journal of Intellectual Capital*, 19(2), 294–320. <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2016-0125>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Bayraktaroglu, A. E., Calisir, F., & Baskak, M. (2019). Intellectual capital and firm performance: an extended VAIC model. *Journal of Intellectual Capital*, 20(3), 406–425. <https://doi.org/10.1108/JIC-12-2017-0184>
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939–961. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp121>
- Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Intellectual capital and company value. *Procedia*

- *Social and Behavioral Sciences*, 110, 887–896.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.934>
- Buallay, A. (2019). Corporate governance, Sharia'ah governance and performance: A cross-country comparison in MENA region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12(2), 216–235.
<https://doi.org/10.1108/IMEFM-07-2017-0172>
- Chang, W. S., & Hsieh, J. J. (2011). Intellectual Capital and Value Creation-Is Innovation Capital a Missing Link? *International Journal of Business and Management*, 6(2), 3–12. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n2p3>
- Chu, S. K. W., Chan, K. H., & Wu, W. W. Y. (2011). Charting intellectual capital performance of the gateway to China. *Journal of Intellectual Capital*, 12(2), 249–276. <https://doi.org/10.1108/14691931111123412>
- Edvinsson, L. and Malone, M. (1997). *Intellectual Capital*. HarperBusiness, New York, NY.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal Law Economy*, 26(2), 301–325.
- Firer, S., & Mitchell Williams, S. (2003). Intellectual capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), 348–360. <https://doi.org/10.1108/14691930310487806>
- Guthrie, J., Petty, R., & Johanson, U. (2001). Sunrise in the knowledge economy: Managing, measuring and reporting intellectual capital. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(4), 365–384. <https://doi.org/10.1108/EUM0000000005869>
- Hamdan, A. (2018). Intellectual capital and firm performance: Differentiating between accounting-based and market-based performance. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(1), 139–151. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-02-2017-0053>
- Hsu, L.C. and Wang, C. . (2012). Clarifying the effect of intellectual capital on performance: the mediating role of dynamic capability. *British Journal of Management*, 23(2), 179–205.
- Hussainey, K., & Al-Najjar, B. (2012). Understanding the determinants of RiskMetrics/ISS ratings of the quality of UK companies' corporate governance practice. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29(4), 366–377. <https://doi.org/10.1002/CJAS.1227>
- Inkinen, H. (2015). Review of empirical research on intellectual capital and firm performance. *Journal of Intellectual Capital*, XVI, No. 3, 518–565.
- Khalique, M., Bontis, N., Bin Shaari, J. A. N., Yaacob, M. R., & Ngah, R. (2018). Intellectual capital and organisational performance in Malaysian knowledge-intensive SMEs. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 15(1), 20–36. <https://doi.org/10.1504/IJLIC.2018.088345>
- Kweh, Q. L., Ting, I. W. K., Hanh, L. T. M., & Zhang, C. (2019). Intellectual capital, governmental presence, and firm performance of publicly listed companies in Malaysia. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 16(2), 193–211. <https://doi.org/10.1504/IJLIC.2019.098944>
- Larmou, S., & Vafeas, N. (2010). The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance. *Journal of Management and Governance*, 14(1), 61–85. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9091-z>

- Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., & Theriou, G. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 12(1), 132–151. <https://doi.org/10.1108/14691931111097944>
- Mahmood, S., Sheeraz, M., Shoaib, A., Tanweer, M., & Kanwal, I. K. (2018). Intellectual Capital and Market Performance: Testing the Mediating Mechanism of Organizational Learning. *Journal of Managerial Sciences*, XI(2).
- Mehralian, G., Rasekh, H. R., Akhavan, P., & Sadeh, M. R. (2012). The impact of intellectual capital efficiency on market value: An empirical study from Iranian pharmaceutical companies. *Iranian Journal of Pharmaceutical Research*, 11(1), 195–207.
- Menor, L. J., Kristal, M. M., & Rosenzweig, E. D. (2007). Examining the influence of operational intellectual capital on capabilities and performance. *Manufacturing and Service Operations Management*, 9(4), 559–578. <https://doi.org/10.1287/msom.1060.0131>
- Nawaz, Tasawar. (2017). Intellectual capital, financial crisis and performance of Islamic banks: Does Shariah governance matter? *International Journal of Business and Society*, 18(1), 211–226.
- Nawaz, Tassawar, & Roszaini, H. (2017). Determinants of financial performance of Islamic banks : an intellectual capital perspective. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(2), 130–142. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2016-0071>
- OJK. (2018). *Pasar Modal Statistik Mingguan*.
- Ousama, A. A., Hammami, H., & Abdulkarim, M. (2019). The association between intellectual capital and financial performance in the Islamic banking industry: An analysis of the GCC banks. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(1), 75–93. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-05-2016-0073>
- Ozkan, N., Cakan, S., & Kayacan, M. (2017). Intellectual capital and financial performance: A study of the Turkish Banking Sector. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 190–198. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.03.001>
- Pulic, A. (1998). “Measuring the performance of intellectual potential in the knowledge economy” available at: www.measuring-ip.at.
- Pulic, A. (2000). VAICTM – An Accounting Tool for Intellectual Capital Management. *International Journal Technology Management*, 20(5-8), 702–714.
- Purnomo, L. B. (2018). *2018, Apa Penyebab IHSG Diproyeksi di Kisaran 6.050-6.550?* Republika.Co.Id.
- Saidat, Z., Silva, M., & Seaman, C. (2019). The relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from Jordanian family and nonfamily firms. *Journal of Family Business Management*, 9(1), 54–78. <https://doi.org/10.1108/JFBM-11-2017-0036>
- Scafarto, V., Ricci, F., & Scafarto, F. (2016). Intellectual capital and firm performance in the global agribusiness industry: the moderating role of human capital. *Journal of Intellectual Capital*, 17(3), 530–552. <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2015-0096>
- Shamsudin, S. M., Abdullah, W. R. W., & Osman, A. H. (2018). Corporate Governance Practices and Firm Performance After Revised Code of Corporate Governance: Evidence from Malaysia. *State-of-the-Art Theories and Empirical*

- Evidence*, 49–63. https://doi.org/10.1007/978-981-10-6926-0_4
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>
- Smriti, N., & Das, N. (2018). The impact of intellectual capital on firm performance: a study of Indian firms listed in COSPI. *Journal of Intellectual Capital*, 19(5), 935–964. <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2017-0156>
- Soewarno, N., & Tjahjadi, B. (2020). Measures that matter: an empirical investigation of intellectual capital and financial performance of banking firms in Indonesia. *Journal of Intellectual Capital*, 2014. <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2019-0225>
- Tanideh, S. (2013). Relationship between innovation capital and intellectual capital with value and financial performance. *Life Science Journal*, 10(10).
- Tasawar, N., & Roszaini, H. (2017). Determinants of financial performance of Islamic banks: an intellectual capital perspective. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(2), 130–142. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2016-0071>
- Tiwari, R., & Vidyarthi, H. (2018). Intellectual capital and corporate performance: a case of Indian banks. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(1), 84–105. <https://doi.org/10.1108/JAEE-07-2016-0067>
- Veltri, S., & Silvestri, A. (2011). Direct and indirect effects of human capital on firm value: evidence from Italian companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 15(3), 232–254. <https://doi.org/10.1108/14013381111178596>
- Vidyarthi, H., & Tiwari, R. (2019). Cost, revenue, and profit efficiency characteristics, and intellectual capital in Indian Banks. *Journal of Intellectual Capital*, 21(1), 1–22. <https://doi.org/10.1108/JIC-05-2019-0107>
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.
- Yilmaz, I., & Acar, G. (2018). The Effects of Intellectual Capital on Financial Performance and Market Value: Evidence from Turkey. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 11(21), 117–133. <https://doi.org/10.21212/iasr.22.4.3>