

InFestasi  
Vol. 16 No. 2 Desember 2020  
Hal. 113-123

# Studi Komparatif *Abnormal Return* pada Perbankan yang Melakukan Pengungkapan Modal Intelektual

## A Comparative Study on Abnormal Returns of Banks Disclosing Intellectual Capital Information

Arya Aji Aditya<sup>1</sup> Aang Afandi<sup>2</sup> Hesti Wahyuni<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup> Politeknik Negeri Malang, Indonesia

### ARTICLE INFO

#### Article History:

Received 03 August 2020

Revised 18 October 2020

Publish 24 December 2020

#### Keywords:

Abnormal return, comparative analysis, disclosure, intellectual capital.

#### DOI:

<https://doi.org/10.21107/infestasi.v16i2.8090>

### ABSTRACT

The research aimed to examine the effect of intellectual capital disclosing on abnormal returns and to compare the abnormal return difference after and before the uploading events of the annual report. The population was 43 banking companies listed on the Indonesian Stock Exchange from 2016 to 2018. Then, 41 companies were selected as the sample by using the Purposive Sampling Method. The data required were the company's annual reports collected by using documentation method. Intellectual capital disclosure was collected by using content analysis, while abnormal return calculated using an event study approach. The data were analyzed with the Simple Linear Regression and Paired Sample T-Test Method. The Simple Linear Regression Method showed intellectual capital disclosure did not significantly affect abnormal returns. Meanwhile, comparative studies showed that no abnormal return differences detected after and before the events. Based on both analyses, it can be concluded the annual report was not used by market participants in Indonesia as one of the sources of reference in making investment decisions. Human capital, structural capital and relational capital information presented narratively, numerically, or monetarily in the annual report could not affect the share price of the company.

### ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji dampak pengungkapan modal intelektual terhadap abnormal return dan mengevaluasi perbedaan abnormal return sesudah dan sebelum hari peristiwa pengungkapan laporan tahunan. Populasi dalam penelitian ini yaitu 43 perusahaan sektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016 dan 2018. Melalui metode purposive sampling terkumpul sebanyak 41 sampel perusahaan. Data dalam penelitian ini yaitu laporan tahunan perusahaan yang dikumpulkan dengan metode dokumentasi. Untuk mencari nilai pengungkapan modal intelektual menggunakan metode analisis konten sedangkan untuk mengetahui abnormal return menggunakan pendekatan studi peristiwa. Data dianalisis dengan analisis regresi linear sederhana dan uji beda berpasangan. Hasil uji regresi linear sederhana menunjukkan pengungkapan modal intelektual tidak mempengaruhi secara signifikan abnormal return. Sementara itu, hasil uji beda menunjukkan tidak ada perbedaan abnormal return setelah dan sebelum peristiwa. Berdasarkan kedua analisis tersebut, dapat disimpulkan bahwa pelaku pasar di Indonesia belum memanfaatkan laporan tahunan sebagai salah satu sumber referensi dalam mengambil keputusan investasi. Informasi mengenai human capital, structural capital dan relational capital yang tersaji secara naratif, numerik, maupun moneter dalam laporan tahunan tidak mampu memengaruhi harga saham perusahaan.

\* Corresponding author: [arya\\_ajiaditya@yahoo.co.id](mailto:arya_ajiaditya@yahoo.co.id)

## 1. PENDAHULUAN

Peralihan era globalisasi ke era digitalisasi memaksa perusahaan berlomba-lomba untuk mengubah strategi dalam menjalankan bisnisnya dengan beradaptasi pada lingkungan bisnis yang serba digital. Perubahan tersebut dimulai dengan mengubah bisnis yang berbasis tenaga kerja menjadi bisnis yang berbasis ilmu pengetahuan (Sawarjuwono dan Kadir, 2003). Bisnis berbasis ilmu pengetahuan mampu menciptakan teknologi dan sistem terbaru. Untuk menjadi perusahaan yang unggul dalam bidangnya, penyerapan ilmu pengetahuan merupakan hal yang sangat penting. Kemampuan dalam mengukur dan mengungkapkan aset tidak berwujud merupakan salah satu bentuk terapan dari ilmu pengetahuan, berbeda dengan aset berwujud yang dapat dinilai dan diungkap lebih mudah karena wujud fisiknya. Studi yang dilakukan Sawarjuwono dan Kadir (2003) menyatakan bahwa aset tidak berwujud mampu memberikan kontribusi kepada perusahaan berupa ekonomisasi dan efisiensi sumber daya.

Dalam laporan tahunan perusahaan, kandungan informasi yang tersaji cukup beragam. Terdapat informasi yang bersifat baik (*good news*) maupun buruk (*bad news*) yang keduanya mampu mempengaruhi investor dan pasar (Dumay dan Tall, 2007). Bagi investor semakin banyak informasi yang tersedia digunakan sebagai pertimbangan membuat keputusan investasi sementara bagi pasar kandungan informasi yang tersaji di laporan tahunan entah baik maupun buruk ditangkap sebagai pembentuk harga keseimbangan baru (Sir et al., 2010). Dalam praktiknya, pengguna laporan tahunan atau pelaku pasar seringkali merasa tidak puas terhadap laporan tahunan yang disajikan perusahaan. Penetapan pada Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) 19 tentang aset tidak berwujud merupakan bentuk riil dari ketidakpuasan tersebut, perusahaan seringkali membatasi pengungkapan informasi yang bersumber dari aset tidak berwujud (Sir et al., 2010) hingga menimbulkan *agency problem*.

*Intangible asset* diungkapkan perusahaan mengikuti PSAK 19 revisi tahun 2015 tentang aset tidak berwujud. Makna yang terkandung dalam pernyataan ini belum menunjukkan bahwa *intangible asset* harus diungkapkan secara *mandatory*. Selain itu, dalam pernyataan ini tidak menyiratkan mengenai modal intelektual. Akan tetapi secara tersurat modal intelektual diuraikan lebih jelas dalam paragraf 9 mengenai bentuk aset tidak berwujud: "... ilmu pengetahuan atau teknologi, desain dan implementasi sistem dan proses baru, lisensi, hak kekayaan intelektual, pengetahuan mengenai pasar dan merk (termasuk merk produk dan judul publisitas), contoh umum lainnya seperti piranti lunak komputer, paten, hak cipta, film, daftar pelanggan, hak pelayanan jaminan, izin penangkapan ikan, kuota impor, waralaba, hubungan dengan pemasok dan pelanggan, loyalitas pelanggan, pangsa pasar dan hak pemasaran."

Alternatif yang dapat dilakukan dalam rangka memenuhi kepuasan pengguna laporan tahunan adalah melakukan pengungkapan secara *voluntary* terhadap informasi perusahaan secara komprehensif. Salah satu pendekatannya melalui *content analysis* modal intelektual untuk mengidentifikasi dan mengukur aset tidak berwujud (Nharaswarie et al., 2012). Stewart (1997) mendefinisikan *human capital* adalah inovasi dalam pembuatan produk dan layanan atau improvisasi dalam bisnis proses yang diciptakan; *structural capital* adalah pembaruan terhadap teknologi, penemuan data, strategi dan budaya, struktur dan sistem serta kegiatan dalam organisasi; dan *customer capital* adalah sebuah nilai dalam hubungan antara perusahaan dengan pelanggan seperti *market share*, retensi pelanggan dan profitabilitas pelanggan. Melalui modal intelektual yang terbagi atas *human capital*, *customer capital* dan *structural capital* yang mewakili kekayaan intelektual perusahaan yang tersembunyi atau disembunyikan.

Dengan pengungkapan modal intelektual secara komprehensif akan muncul nilai tersembunyi (*hidden value*) dan atau tercipta nilai baru (*value creation*) bagi perusahaan agar kompetitif (Bollen et al., 2005 dalam Sir et al., 2010; Mouritsen et al., 2004). *Hidden value* dianggap sebagai keberhasilan dalam penciptaan nilai baru (*value creation*) yang diakui peranannya oleh investor sekaligus menjawab ketidakpuasan pengguna laporan keuangan terhadap informasi yang disajikan perusahaan (Melani, 2015). Terungkapnya *hidden value* dalam laporan tahunan perusahaan karena mengesampingkan proses identifikasi dan pengukuran nilai aset tidak berwujud yang pengaruh pada return saham perusahaan (Nharaswarie et al., 2012).

Dalam melakukan pengungkapan modal intelektual menggunakan metode *event study* yang menganalisis *abnormal return* dari setiap perusahaan diantara hari pengamatan dan pengumuman serta informasi yang berkembang di pasar. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian (Jogiyanto, 2017). Untuk menguji *abnormal return* secara agregat selama periode pengamatan dilakukan dengan menguji nilai *average abnormal return* seluruh perusahaan secara *cross-section* selama periode pengamatan dan nilai *cumulative abnormal return* digunakan untuk menguji

jenis perusahaan yang berpengaruh terhadap informasi yang tersedia di pasar. Pengumuman laporan tahunan perusahaan umumnya identik dengan peristiwa waktu pengumuman laba dan pengumuman deviden perusahaan karena dalam peristiwa tersebut memiliki kandungan nilai ekonomis yang bermanfaat bagi investor dalam memperoleh *abnormal return* (Jogiyanto, 2017).

Perbankan merupakan salah satu subsektor bisnis dan keuangan yang memiliki sifat *intellectually intensive*, sebuah kondisi dimana layanan pelanggan secara intensif bergantung pada tingkat intelektual tenaga kerja (Kamath, 2007 dalam Paradesia et al., 2016). Dalam penelitian ini, perbankan dipilih menjadi objek penelitian dengan menggunakan indeks pengungkapan yaitu menggunakan ICD-In yang dikembangkan oleh Ulum (2015) karena menyesuaikan dengan kondisi iklim bisnis dan hukum di Indonesia serta merupakan salah satu indeks pengungkapan modal intelektual terbaru.

Beberapa penelitian terdahulu yang menguji hubungan antara pengungkapan modal intelektual dengan *abnormal return* memberikan hasil yang sama. Penelitian yang dilakukan Sir et al. (2010) menyimpulkan pengungkapan modal intelektual berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return*, sedangkan Dumay dan Tall (2007) menyimpulkan pengungkapan modal intelektual berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* melalui proses *independent sample t-test*. Peneliti memutuskan untuk melakukan replikasi dan pengembangan penelitian Sir et al. (2010) dengan mengubah indeks pengungkapan yaitu menggunakan ICD-In yang dikembangkan oleh Ulum (2015) karena menyesuaikan dengan kondisi iklim bisnis dan hukum di Indonesia serta merupakan salah satu indeks pengungkapan modal intelektual terbaru.

## 2. TELAAH LITERATUR

Marr dan Schiuma (2001) seperti dikutip dalam CIMA (2003) menyatakan, "*Intellectual capital is the group of knowledge assets that are attributed to an organization and most significantly contribute to an improved competitive position of this organization by adding value to defined key stakeholders*". Selain itu, menurut Stewart (1997) *intellectual material* antara lain pengetahuan, informasi, kekayaan intelektual, dan pengalaman yang digunakan secara bersama untuk menciptakan kekayaan. Oleh karena itu, hingga saat ini belum ada definisi yang konklusif mengenai modal intelektual dan masih terjadi perdebatan antara para ahli dikarenakan modal intelektual merupakan konsep manajemen yang masih membingungkan dan relatif baru (Purnomosidhi, 2005).

Pengklasifikasian modal intelektual yang digunakan dalam banyak penelitian terbagi atas tiga kategori yaitu *human capital*, *relational/customer capital* dan *organizational/structural capital*. Stewart (1997) mendefinisikan tiga kategori tersebut; *human capital* adalah inovasi dalam pembuatan produk dan layanan atau improvisasi dalam bisnis proses yang diciptakan; *structural capital* adalah pembaruan terhadap teknologi, penemuan data, strategi dan budaya, struktur dan sistem serta kegiatan dalam organisasi; dan *customer capital* adalah sebuah nilai dalam hubungan antara perusahaan dengan pelanggan seperti *market share*, retensi pelanggan dan profitabilitas pelanggan. *The International Federation of Accountants* (1998) dalam CIMA (2003) juga mengklasifikasikan modal intelektual dalam tiga kategori yaitu *human capital*, *relational (customer) capital* dan *organizational (structural) capital*.

ICD-In atau *intellectual capital disclosure* Indonesia merupakan salah satu bentuk modifikasi item pengungkapan versi Sveiby (1997) dengan menambahkan item pengungkapan yang diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-431/BL/2012 tentang Penyampaian Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik. Studi ini dilakukan oleh Ulum (2015) yaitu mengungkap modal intelektual pada industri perbankan di Indonesia dengan memanfaatkan item yang terkandung dalam ICD-In dan menggunakan *four-way numerical coding system* dalam proses identifikasi.

*Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap *return normal* yang biasanya terjadi dalam jangkauan waktu sebuah peristiwa pengumuman informasi oleh perusahaan. *Return normal* adalah *return* ekspektasian (*expected return*) atau return yang diharapkan oleh investor. *Return* realisasian atau *return* sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t dengan mengurangi harga relatif sekarang dengan harga sebelumnya. Dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* adalah selisih antara *return* realisasian dengan *return* ekspektasian (Jogiyanto, 2017). Terdapat tiga model untuk mengestimasi return ekspektasian yaitu mean-adjusted model, market model dan market-adjusted model. Selain itu, *cumulative abnormal return* merupakan penjumlahan *abnormal return* hari sebelum dan sesudah *event date* untuk masing-masing perusahaan (Jogiyanto, 2017). Pengujian *abnormal return* secara agregat dengan menguji *average abnormal return* seluruh perusahaan yang *qualified*

secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari selama periode pengamatan (Jogiyanto, 2017).

*Efficient market hypothesis* telah digunakan sebagai *grand theory* dalam penelitian yang dilakukan oleh Nhareswarie et al. (2012), Sir et al. (2010), dan Ulum et al. (2014) yang berhubungan dengan modal intelektual. Bagaimana pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien (Jogiyanto, 2017).

Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan *agency theory* sebagai "Contract under which one or more persons (the principal/s) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent." Dalam pernyataan tersebut, *principal* adalah *shareholder* sedangkan *agent* adalah manajer perusahaan dan keduanya memiliki kepentingan yang bertentangan walaupun memiliki hubungan dalam ikatan kontrak. Apabila terjadi konflik kepentingan diantara keduanya, maka menimbulkan asimetri informasi yang berdampak pada kecepatan reaksi pasar dalam menyeimbangkan harga menurut informasi yang diterima. Dorongan manajer dalam mengungkapkan informasi sukarela seperti pengungkapan modal intelektual merupakan salah bentuk kontrol kinerja manajer sebagai *agent*. Mekanisme pengungkapan memberikan tempat bagi *agency theory* dalam mengurangi biaya konflik yang terjadi serta mengurangi asimetri informasi bagi pasar (Rezki, 2018; Suhardjanto dan Wardhani, 2010).

Spence (1973) menyatakan bahwa perusahaan dengan kinerja yang tinggi menggunakan informasi keuangan untuk mengirim sinyal kepada pasar. *Signaling theory* yang dikemukakan Spence menekankan setiap informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan harus lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu agar tidak menimbulkan asimetri informasi karena berpengaruh terhadap keputusan investasi. Informasi yang disajikan perusahaan merupakan unsur penting bagi pasar karena terdapat historis berupa keterangan, catatan, atau gambaran keadaan masa lalu, saat ini maupun masa mendatang perusahaan. Perusahaan yang memiliki basis modal intelektual kuat umumnya melakukan pengungkapan informasi yang bersifat *voluntary* selain *mandatory* yang mengindikasikan perusahaan tersebut berkualitas dan memiliki kapasitas. Pengungkapan modal intelektual merupakan salah satu bentuk *voluntary disclosure information* dan merupakan sinyal positif bagi pasar yang disajikan oleh perusahaan dalam rangka menaikkan nilai perusahaan dan memberikan keuntungan kompetitif lainnya (Ulum, 2014; Widarjo, 2011)

*Legitimacy theory* mengemukakan bahwa perusahaan berusaha memastikan kegiatan operasinya sesuai dengan batas dan norma sosial, mendapatkan persetujuan dari masyarakat dalam melakukan tindakan dan usahanya dianggap sah (Whiting dan Woodcock, 2011). Selain itu, menekankan bahwa organisasi tidak hanya mementingkan investor, tetapi juga mempertimbangkan hak masyarakat umum karena sudah terikat kontrak sosial (Deegan, 2014). Dengan demikian, perusahaan akan mengungkapkan secara sukarela aktivitas tertentu yang telah dilaksanakan dan meyakinkan masyarakat bahwa kegiatan mereka diperbolehkan dan telah memberi kontribusi pada kesejahteraan masyarakat. *Legitimacy theory* dianggap mampu menunjukkan pengungkapan modal intelektual dengan penggunaan metode *content analysis* untuk mengukur keluasan pengungkapan modal intelektual. Perusahaan akan mengungkapkan modal intelektual jika memang dibutuhkan oleh masyarakat meskipun bentuk laporannya tidak seperti aset berwujud yang langsung tertera pada laporan keuangan dan menggambarkan keberhasilan perusahaan (Purnomosidhi, 2005).

Studi empiris yang dilakukan oleh Sir et al. (2010) serta Dumay dan Tull (2007) menyimpulkan bahwa pengungkapan modal intelektual berpengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Menurut Singh et al. (2009) berpendapat bahwa pengungkapan modal intelektual yang komprehensif meningkatkan optimisme investor untuk memperoleh harga saham yang tercatat *abnormally high*. Dengan adanya hasil beberapa penelitian tersebut, artinya terdapat kinerja perusahaan yang dicatatkan dari sisi performa keuangan dan manajerial secara baik jika melakukan pengungkapan modal intelektual. Perumusan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Pengungkapan modal intelektual berpengaruh pada *cumulative abnormal return* sebagai kinerja pasar.

Terdapat beberapa studi empiris yang menguji *average abnormal return* sebelum dan setelah *event date*. Junaedi (2005) menemukan bahwa *average abnormal return* setelah pengungkapan lebih besar dibandingkan sebelum pengungkapan. Sir et al. (2010) melakukan replikasi terhadap penelitian Junaedi (2005) dan menemukan hasil yang sama yaitu tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* sebelum dan sesudah *event date*, walaupun melakukan replikasi hasil penelitian dapat berbeda yang disebabkan oleh penentuan

*event window*, proksi yang digunakan serta objek penelitian. Perumusan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>2</sub> : Nilai average abnormal return setelah event date lebih besar dibandingkan nilai *average abnormal return* sebelum *event date*.

### 3. METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan perbankan di Indonesia yang telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016 dan 2018. Sampel dalam penelitian ini berasal dari populasi yang terpilih melalui metode *purposive sampling*. Sumber data yang digunakan berupa laporan tahunan perusahaan yang akan dianalisis menggunakan pendekatan *analysis content* untuk mencari nilai pengungkapan modal intelektual. Pendekatan *event study* dilakukan untuk mencari *abnormal return* tiap-tiap perusahaan. Selain itu, dalam penelitian ini variabel independen yaitu pengungkapan modal intelektual, sedangkan variabel dependennya adalah *abnormal return*. *Analysis content* digunakan dalam rangka mencari informasi kualitatif yang tertera dalam laporan tahunan perusahaan. Apabila informasi tersebut dinyatakan secara tersurat dalam laporan tahunan, akan diberikan skor yang selanjutnya dijumlahkan secara kumulatif untuk tiap perusahaan per tahun pelaporan.

**Tabel 1. Klasifikasi Item, Skala dan Skor Kumulatif ICD-In**

Kategori	Item	Skala	Skor Kumulatif
<i>Human Capital</i>	1. Jumlah karyawan (M)	0-2	2
	2. Tingkat pendidikan	0-2	4
	3. Kualifikasi karyawan	0-2	6
	4. Pengetahuan karyawan	0-1	7
	5. Kompetensi karyawan	0-1	8
	6. Pendidikan dan pelatihan (M)	0-2	10
	7. Jenis pelatihan terkait (M)	0-2	12
	8. <i>Turnover</i> karyawan (M)	0-2	14
<i>Structural Capital</i>	9. Visi dan misi (M)	0-2	16
	10. Kode etik (M)	0-1	17
	11. Hak paten	0-2	19
	12. Hak cipta	0-2	21
	13. Trademarks	0-2	23
	14. Filosofi manajemen	0-1	24
	15. Budaya organisasi	0-1	25
	16. Proses manajemen	0-1	26
	17. Sistem informasi	0-2	28
	18. Sistem jaringan	0-2	30
	19. Corporate Governance (M)	0-2	32
	20. Sistem pelaporan pelanggaran (M)	0-1	33
	21. Analisis kinerja keuangan komprehensif (M)	0-3	36
	22. Kemampuan membayar utang (M)	0-3	39
	23. Struktur pemodalán (M)	0-3	42
<i>Relational Capital</i>	24. Brand	0-1	43
	25. Pelanggan	0-2	45
	26. Loyalitas pelanggan	0-1	46
	27. Nama perusahaan	0-1	47
	28. Jaringan distribusi	0-2	49
	29. Kolaborasi bisnis	0-1	50
	30. Perjanjian lisensi	0-3	53
	31. Kontrak-kontrak yang menguntungkan	0-3	56
	32. Perjanjian <i>franchise</i>	0-2	58
	33. Penghargaan (M)	0-2	60
	34. Sertifikasi (M)	0-1	61
	35. Strategi pemasaran (M)	0-1	62
	36. Pangsa pasar (M)	0-2	64

Sumber: Ullum (2015)

Pemberian kode (M) dalam tabel 1 merupakan tanda bahwa item tersebut merupakan hasil modifikasi dengan menambahkan item pengungkapan yang diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-431/BL/2012 tentang Penyampaian Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik. Selain itu, skala 0 menerangkan item tidak diungkap dalam laporan tahunan, skala 1 menerangkan item diungkap dalam bentuk narasi, skala 2 menerangkan item diungkap dalam bentuk numerik dan skala 3 diungkap dengan nilai moneter, penggunaan skala ini dapat mengukur kuantitas dan kualitas pengungkapan. Skor kumulatif menunjukkan maksimal skor informasi yang mampu disajikan dalam laporan tahunan.

Untuk menghitung *abnormal return* digunakan pendekatan *event study*. Pada penelitian ini, *event study* dilakukan dengan mengamati *event window* lima hari sebelum hari peristiwa ( $t_{-5}$ ), hari peristiwa/*cut off date/event date* ( $t_0$ ) dan lima hari sesudah hari peristiwa ( $t_{+5}$ ) dengan menggunakan pendekatan *market-adjusted model*. Asumsi *market-adjusted model* diterapkan berdasarkan kondisi pasar modal di Indonesia yang tidak efisien karena masih berkembang dan harga saham bergerak pada kondisi peristiwa tertentu saja seperti pengumuman laba dan pengumuman deviden (Junaedi, 2005; Jogiyanto, 2017). Terdapat dua alat analisis yang digunakan yaitu uji beda berpasangan (*paired sample t-test*) untuk mengomparasikan perbedaan *abnormal return* sesudah dan sebelum hari peristiwa dan analisis regresi linear sederhana yang digunakan untuk mengetahui pengaruh antara pengungkapan modal intelektual terhadap *abnormal return*. Model dalam analisis regresi linier sederhana ini adalah:

$$Y_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta DSCORE_{i,t}$$

Keterangan:

$Y_{i,t}$  : *abnormal return* berupa nilai *cumulative abnormal return* sekuritas i pada tahun ke-t

$\alpha_{i,t}$  : konstanta

$\beta DSCORE_{i,t}$  : koefisien regresi berupa pengungkapan modal intelektual perusahaan i pada tahun ke-t

#### 4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Total sampel dalam penelitian ini sebanyak 41 perusahaan dengan masa pengamatan secara *cross-section* dalam dua waktu berbeda dengan jangka waktu 2 tahun. Maka sesuai dengan hasil statistik deskriptif jumlah data (N) yang digunakan dalam penelitian ini adalah 82. Adapun nilai DSCORE minimum sebesar 22 dan maksimum sebesar 45 mengartikan dari maksimum skor kumulatif DSCORE yaitu 64. Semua perusahaan yang masuk sebagai sampel penelitian menyajikan pengungkapan modal intelektual dalam bentuk narasi, grafik, numerik atau nilai moneter dalam laporan tahunan walaupun tidak memiliki skor penuh. Disisi lain, nilai rata-rata (*mean*) sebesar 37 dan standar deviasi sebesar 5 memberikan gambaran mengenai batas bawah dan batas atas perusahaan yang dikategorikan *grey area*. Nilai batas atas DSCORE sebesar 40 dan nilai batas bawah DSCORE sebesar 35, mengartikan perusahaan yang memiliki DSCORE rentang  $\geq 35$  sampai dengan  $\leq 40$  adalah perusahaan yang masuk *grey area* sehingga tidak akan dimasukkan dalam perhitungan uji hipotesis perbandingan perusahaan yang melakukan pengungkapan secara komprehensif (CICD) dan tidak komprehensif (NCICD).

*Cumulative abnormal return* selama periode pengamatan *cross-section* tahun 2016 dan 2018 memberikan hasil nilai minimum sebesar -0,141 dan maksimum sebesar 0,871. Hal tersebut mengindikasikan selama periode pengamatan 11 hari pada tiap-tiap sekuritas memiliki *abnormal return* yang berbeda-beda. Selain itu, nilai rata-rata sebesar 0,049 dan standar deviasi 0,162 yang mengartikan perbedaan *abnormal return* tiap-tiap sekuritas sangat tidak berimbang karena terpaut nilai yang cukup besar.

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
DSCORE	82	22	45	37,41	4,682
CAR	82	-0,141	0,871	0,049	0,162

Sumber: Data diolah (2020)

Hasil uji signifikansi *abnormal return* selama 11 hari pengamatan menunjukkan pada hari pengamatan ke  $H_{+5}$ ,  $H_{+4}$ ,  $H_{+3}$ ,  $H_{+2}$ ,  $H_{+1}$ ,  $H$ ,  $H_{-1}$ ,  $H_{-3}$ ,  $H_{-4}$ ,  $H_{-5}$  *abnormal return* tidak signifikan sedangkan signifikansi *abnormal return* hanya didapati pada hari pengamatan  $H_{-2}$ . Dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* tidak sama dengan satu dan signifikan secara statistik.

**Tabel 3. Hasil Uji Signifikansi Abnormal Return**

Test Value = 0						
t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
				Lower	Upper	
H+5	1,950	81	0,055	0,01080	-0,000221	0,02183
H+4	0,710	81	0,480	0,00282	-0,005099	0,01075
H+3	0,809	81	0,421	0,00484	-0,007065	0,01675
H+2	-0,135	81	0,893	-0,00074	-0,011711	0,01022
H+1	-0,302	81	0,764	-0,00096	-0,007317	0,00539
H	0,213	81	0,832	0,00090	-0,007541	0,00934
H-1	0,275	81	0,784	0,00149	-0,009332	0,01232
H-2	2,458	81	0,016	0,01592	0,003035	0,02880
H-3	-1,197	81	0,235	-0,00717	-0,019094	0,00475
H-4	2,291	81	0,025	0,01429	0,001878	0,02670
H-5	1,064	81	0,290	0,00740	-0,006437	0,02124

Sumber: Data diolah (2020)

Dapat disimpulkan bahwa setiap DSCORE bertambah 1 maka CAR akan berkurang sebesar 0,0037. Nilai thitung dari pengujian parsial cakupan imunisasi lengkap bernilai 1,90 yang lebih kecil dari nilai  $t(0,025; 75)$  sebesar 2,286 dan nilai *P-value* sebesar 0,061 yang lebih besar dari taraf signifikan ( $\alpha$ ) sebesar 0,05. Dapat disimpulkan bahwa DSCORE tidak berpengaruh secara signifikan terhadap CAR karena nilai *P-value* lebih dari taraf signifikansi. Hasil pengujian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Dumay dan Tall (2007) dan Sir et al. (2010) yang menyatakan bahwa pengungkapan modal intelektual berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return*.

**Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Linier Sederhana**

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	
	B	Std. Error			
1	(Constant)	1,5415	0,7412	2,8	0,041
	DSCORE	-0,0371	0,0195	-1,9	0,061

Sumber: Data diolah (2020)

Dari tabel diatas maka dapat disusun sebuah model regresi linier sederhananya sebagai berikut:

$$\text{CAR} = 1,5415 - 0,0371(\text{DSCORE})$$

Keterangan:

CAR : *cumulative abnormal return*

DSCORE : *disclosure score*

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini yaitu pengungkapan modal intelektual melalui DSCORE berpengaruh terhadap *abnormal return* sebagai kinerja pasar. Berdasarkan hasil analisis uji regresi linear sederhana menunjukkan bahwa pengungkapan modal intelektual tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* sehingga hipotesis pertama ditolak. Hasil pengujian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Dumay dan Tall (2007) dan Sir et al. (2010) yang menyatakan bahwa pengungkapan modal intelektual berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return*. Terdapat suatu hubungan erat antara peristiwa atau informasi yang terjadi di pasar modal dan *abnormal return* sesuai apa yang diteorikan oleh Jogiyanto (2017). Fenomena *abnormal return* akan terjadi pada setiap peristiwa yang bersifat fundamental seperti pengumuman laba, pembayaran deviden dan *corporate action* yang memberikan keuntungan tidak normal. Namun, dalam penelitian ini yang memanfaatkan peristiwa hari dimana laporan tahunan diunggah dalam situs web BEI atau dapat diasumsikan sebagai *event date* pengungkapan modal intelektual tidak menunjukkan gejala *abnormal return* sama sekali. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pasar modal di Indonesia bergerak dalam kondisi yang tidak efisien karena hanya bergerak pada kondisi tertentu.

Peristiwa pelaporan laporan tahunan seharusnya menjadi momentum bagi investor untuk mendulang *abnormal return*. Akan tetapi, kandungan informasi nonkeuangan yang tersaji dalam laporan tahunan sangat kompleks sehingga memerlukan waktu bagi investor untuk mencerna informasi tersebut. Keterbatasan kognitif individu juga menjadi masalah dalam pengolahan informasi kualitatif modal

intelektual, bagi investor individu sajian data kuantitatif berupa *financial highlight* merupakan hal paling efektif dan efisien (Anggraeni & Almilia, 2017). Selain itu, penelitian yang menguji efisiensi pasar modal di Indonesia antara lain Kurniawati dan Lestari (2011), Ady dan Mulyaningtyas (2017) dan Semuel et al. (2017) menyimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia berada dalam kondisi *weak-form* dan tidak efisien. Kondisi tersebut membuat setiap pelaku pasar tidak memperoleh sebaran informasi dengan kemungkinan pelaku pasar menerima secara tepat waktu, menerima sedikit terlambat atau tidak menerima informasi sama sekali. Selain itu, pergerakan saham pasar modal di Indonesia yang bersifat tidak acak serta historis perdagangan saham masa lalu yang mampu meramalkan kondisi perdagangan saham di masa depan membuat pelaku pasar harus memiliki strategi perdagangan saham guna memperoleh *abnormal return*.

**Tabel 5. Hasil Uji Beda Berpasangan AAR Sebelum dan Sesudah Event Date**

Variabel	Mean	$t_{hitung}$	P-value
AAR Sesudah	0,00289	0,89	0,374
AAR Sebelum	0,00619		

Sumber: Data diolah (2020)

Selisih antara populasi data AAR sesudah dengan data AAR sebelum event date memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar 0,89 kurang dari  $t_{(0,025; 408)}$  sebesar 2,249 dan P-value sebesar 0,374 lebih dari taraf signifikansi. Jadi, dapat disimpulkan bahwa AAR sesudah sama dengan data AAR sebelum event date. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya oleh Junaedi (2005) dan Sir et al. (2010) yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan nilai *average abnormal return* setelah dan sebelum event date selama periode pengamatan. Apabila ditinjau secara grafik semua hasil penelitian AAR setelah event date akan mengalami kenaikan secara perlahan, sedangkan AAR sebelum event date cenderung fluktuatif. Oleh karena itu, asumsi *significant effect* dalam peristiwa ini tidak berlaku karena pengamatan yang singkat tidak menunjukkan perusahaan dengan harga saham yang kuat. Selain itu, peristiwa kenaikan AAR setelah event date juga mengimplikasikan bahwa investor memerlukan waktu dalam menganalisis lebih lanjut informasi yang tersaji dalam laporan tahunan.

Beberapa penelitian terdahulu yang berhubungan dengan *abnormal return* dan *event study* oleh Barokah dan Witiastuti (2016), Hadiwijaya dan Widjaja (2018), Rohyani et al. (2016), serta Safira dan Simon (2016) menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* sesudah dan sebelum terjadinya peristiwa. Perbedaan *event window* setiap penelitian yaitu Barokah dan Witiastuti (2016), Rohyani et al. (2016) serta Safira dan Simon (2016) selama 31 hari, sedangkan Hadiwijaya dan Widjaja (2018) selama 21 hari juga tidak dapat membuktikan bahwa terdapat perbedaan signifikan.

**Tabel 6. Hasil Uji Beda Berpasangan AAR Sebelum Berdasarkan Kategori**

Variabel	Mean	$t_{hitung}$	P-value
AAR Sebelum kategori CIDC	0,0014	1,45	0,150
AAR Sebelum kategori NCIDC	0,0129		

Sumber: Data diolah (2020)

Hasil pengujian antara data AAR sebelum kategori CIDC dengan data AAR sebelum kategori NCIDC memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar 1,45 yang kurang dari  $t_{0,025(122)}$  sebesar 2,269 dan P-value lebih dari taraf signifikansi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa AAR sebelum kategori CIDC sama dengan AAR sebelum kategori NCIDC.

**Tabel 7. Hasil Uji Beda Berpasangan AAR Seseudah Berdasarkan Kategori**

Variabel	Mean	$t_{hitung}$	P-value
AAR sesudah kategori CIDC	0,0092	1,67	0,096
AAR sesudah kategori NCIDC	-0,0025		

Sumber: Data diolah (2020)

Hasil pengujian antara data AAR sesudah kategori CIDC dengan rata-rata data AAR sesudah kategori NCIDC memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar 1,67 kurang dari  $t_{0,025(185)}$  sebesar 2,259 dan P-value lebih dari taraf signifikan. Dapat disimpulkan bahwa AAR sesudah kategori CIDC sama dengan AAR sesudah kategori NCIDC. Dengan demikian, secara keseluruhan hasil pengujian pada kategori CIDC dan NCIDC disimpulkan tidak terjadi perbedaan AAR sebelum dan setelah event date. Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Sir et al. (2010) menunjukkan perbedaan nilai *average abnormal return* pada perusahaan kategori CIDC dan NCIDC baik setelah dan sebelum event date.

Hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini yaitu nilai *average abnormal return* setelah event date

lebih besar dibandingkan nilai *average abnormal return* sebelum *event date*. Berdasarkan hasil *paired sample t-test* menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan nilai *average abnormal return* setelah dan sebelum *event date* selama periode pengamatan. Kedua hasil pengujian memperlihatkan hasil yang tidak signifikan walaupun memiliki perbedaan nilai mean. Berdasarkan hasil *paired sample t-test* menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan nilai *average abnormal return* pada perusahaan kategori CICD dan NCICD baik setelah dan sebelum *event date* yang mendukung hasil penelitian Junaedi (2005). Sedangkan hasil penelitian Sir et al. (2010) menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu terdapat perbedaan nilai *average abnormal return* pada perusahaan kategori CICD dan NCICD baik setelah dan sebelum *event date* walaupun nilainya mendekati batas taraf signifikansi.

Terdapat beberapa hal yang menjadi penyebab tidak ada perbedaan nilai *average abnormal return* di pasar modal Indonesia. Pertama, tingkat sebaran informasi yang masih belum merata. Bentuk pasar modal di Indonesia yang masih tergolong *weak-form* sehingga terdapat *delay time* terhadap informasi yang disajikan perusahaan kepada pelaku pasar. Kedua, kemampuan kognitif pelaku pasar dalam berinvestasi. Investor retail dan institusional di Indonesia dapat dikategorikan irasional dan tidak heuristik, artinya keyakinan investasi mereka tidak berdasarkan informasi keuangan dan non-keuangan yang tersedia serta kemungkinan gagal dalam memproses informasi secara cepat dan tepat (Sumani et al., 2012; Susilawaty et al., 2018). Hasil analisis dalam penelitian ini mengungkapkan bahwa pelaku pasar di Indonesia masih belum memanfaatkan laporan tahunan sebagai salah satu sumber referensi dalam mengambil keputusan investasi. Informasi mengenai *human capital*, *structural capital* dan *relational capital* yang tersaji secara naratif, numerik, maupun moneter dalam laporan tahunan tidak mampu memengaruhi harga saham perusahaan.

## 5. SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan pengujian secara statistik, hasil *simple linear regression analysis* menyatakan bahwa tidak ada pengaruh pengungkapan modal intelektual terhadap *cumulative abnormal return*. Hal tersebut mengimplikasikan bahwa laporan tahunan perusahaan yang mengandung item *human capital*, *structural capital* dan *relational capital* belum dijadikan sumber referensi bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Hasil pengujian statistik *paired sample t-test* menyatakan tidak ada perbedaan nilai *average abnormal return* setelah dan sebelum *event date* dan tidak ada perbedaan nilai *average abnormal return* pada perusahaan yang mengungkapkan modal intelektual secara komprehensif (CICD) dan tidak komprehensif (NCICD). Dapat disimpulkan bahwa selama periode pengamatan lima hari setelah *event date* dan lima hari sebelum *event date* tidak terjadi gejala yang memberikan *abnormal return* bagi investor yang berlaku juga bagi kategori perusahaan CICD dan NCICD.

Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya mengingat terbatasnya sumber referensi penelitian ini maka saran penelitian selanjutnya dapat menggunakan model pendekatan pasar lain seperti *mean-adjusted model* atau *market model* serta index pengungkapan modal intelektual yang lebih kompleks. Selain itu, dapat mengubah tipe industri menjadi lebih variatif serta jangka waktu pengamatan yang lebih panjang.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Anggraeni, A., & Almilia, L. S. (2017). Model Belief Adjustment Dalam Pengambilan Keputusan Investasi Berdasarkan Informasi Non-akuntansi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 20(1), 149. DOI: 10.24914/jeb.V20i1.923
- Ady, S. U. & Mulyaningtyas, A. (2017). Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia. *Ekspektra : Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 1(2), 103. DOI: 10.25139/ekt.V0i0.184
- Barokah, S., & Witiastuti, R. S. (2016). Pengujian Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Peluncuran Indeks MNC36 (Studi Kasus Perusahaan Yang Terdaftar Pada Lampiran Surat Pengumuman Indeks MNC36). *Management Analysis Journal*, 5(2). DOI: 10.15294/MAJ.V5i2.8113
- Chartered Institute of Management Accountants (CIMA). (2003). *Understanding Corporate Value: Managing and Reporting Intellectual Capital*. London: Chartered Institute of Management Accountants.
- Deegan, C. (2014). *Financial Accounting Theory 4th Edition*. Australia: McGraw-Hill Education.
- Dumay, J. C., & Tull, J. A. (2007). Intellectual Capital Disclosure and Price-Sensitive Australian Stock Exchange Announcements. *Journal of Intellectual Capital*, 8(2), 236-255. DOI: 10.1108/14691930710742826
- Hadiwijaya, C., & Widjaja, I. (2018). Analisis Perbandingan Abnormal Return dan Likuiditas Saham Sebelum dan Sesudah Stock Split pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 2(1). DOI: 10.24912/jmbk.V2i1.4801
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2015). *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Edisi Revisi 2015*. Jakarta: Ikatan Akuntan Indonesia.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jogiyanto, H. M. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Junaedi, D. (2005). Dampak Tingkat Pengungkapan Informasi Perusahaan Terhadap Volume Perdagangan dan Return Saham: Penelitian Empiris Terhadap Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2(2), 1-28. DOI: 10.21002/jaki.2005.08
- Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-431/BL/2012 tentang Penyampaian Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik.
- Kurniawati, S. L., & Lestari, W. (2011). Pengujian Efisiensi Bentuk Setengah Kuat di Indonesia. *Journal of Business and Banking*, 1(1), 143. DOI: 10.14414/jbb.V1i1.247
- Melani, E. (2015). Reaksi Investor Atas Kinerja Intellectual Capital Pada Industri Perbankan Indonesia. *Jurnal Riset Aplikasi Akuntansi dan Manajemen*, 1(1), 21. DOI: 10.18382/jraam.V1i1.10
- Nharaswarie, P., Dwija, I. G. A. M. A., & Astika, I. B. P. (2012). Pengaruh Intellectual Capital pada Abnormal Return Saham yang Diintervening oleh Kinerja Keuangan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 14(2).
- Paradesia, N. E., Ilmi Z., & Nadir, M. (2016). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Abnormal Return Saham dan Kinerja Keuangan (Studi Pada Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015). *Kinerja: Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 13(2), 148-165. DOI: 10.29264/jkin.v13i2.828
- Purnomosidhi, B. (2005). Analisis Empiris Terhadap Determinan Praktik Pengungkapan Modal Intelektual pada Perusahaan Publik di BEJ. *TEMA (Telaah Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi)*, 6(2), 87-99. DOI: 10.18202/tema.v6i2.155
- Rezki, S. B. (2018). Determinan Faktor Pengungkapan Modal Intelektual dan Tingkat Pengungkapan Per Industrinya Pada Seluruh Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 16(1). DOI: 10.30595/kompartemen.V16i1.2458
- Rohyani, I., Amaniyah, E., & Gani, E. (2016). Analisis Volume Perdagangan dan Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Stock Split Pada Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh. *Eco-Entrepreneur*, 2(1), 82-105.
- Safira, T. H., & Simon, F. (2016). Uji Komparasi Abnormal Return, Trading Volume, Trading Frequency, dan Bid-Ask Spread Sebelum dan Sesudah Share Split. *Jurnal Ultima Accounting*, 8(2), 24-45. DOI: 10.31937/akuntansi.V8i2.580
- Sawarjuwono, T., & Kadir, A. P. (2003). Intellectual Capital: Perlakuan, Pengukuran Dan Pelaporan (Sebuah Library Research). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 5(1), 35-57. DOI: 10.9744/jak.5.1.pp.%2035-57
- Semuel, H., Budihargono, K., & Basana, S. (2017). Analisa Efisiensi Pasar Modal Bentuk Lemah Melalui Evaluasi Pergerakan Harga Saham di Bursa Efek Indonesia. *Petra Business and Management Review*, 3(2).
- Singh, I., & Mitchell Van Der Zahn, J. W. (2009). Intellectual Capital Prospectus Disclosure and Post-Issue

- Stock Performance. *Journal of Intellectual Capital*, 10(3), 425–450. DOI: 10.1108/14691930910977824
- Sir, J., Subroto, B., & Chandrarin, G. (2010). Intellectual Capital dan Abnormal Return Saham. Simposium Nasional Akuntansi XIII.
- Spence, M. (1978). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. DOI: 10.2307/1882010
- Stewart, T.A. (1997). *Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations*. New York: Doubleday.
- Suhardjanto, D., & Wardhani, M. (2010). Praktik Intellectual Capital Disclosure Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 14(1).
- Sveiby, K. E. (1997). *The New Organizational Wealth: Managing & Measuring Knowledge-Based Assets*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.
- Ulum, I., Ghozali, I., & Purwanto, A. (2014). Konstruksi Model Pengukuran Kinerja dan Kerangka Kerja Pengungkapan Modal Intelektual. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 5(3). doi:10.18202/jamal.2014.12.5028
- Ulum, I. (2015). Intellectual Capital Disclosure: Suatu Analisis dengan Four Way Numerical Coding System. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 19(1), 39–50. DOI: 10.20885/jaa.vol19.iss1.art4
- Whiting, R. H., & Woodcock, J. (2011). Firm Characteristics and Intellectual Capital Disclosure by Australian Companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 15(2), 102–126. DOI: 10.1108/14013381111157337
- Widarjo, W. (2011). Pengaruh Modal Intelektual Dan Pengungkapan Modal Intelektual Pada Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi XIV.