



PENGARUH TIDAK LANGSUNG *INTELLECTUAL CAPITAL* TERHADAP PENCIPTAAN NILAI PERUSAHAAN *PROPERTY* DAN *REAL ESTATE*

Debra Yulita Perwira
Agung Juliarto¹

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

ABSTRACT

This study aims to examine the indirect effects of intellectual capital and its components in value creation of property and real estate companies, which have characteristic that intensive of tangible asset. The independent variable is intellectual capital that measured by using Value Added Intellectual Coefficient (VAIC). The dependent variable that used in this study is the market value proxied by market-to-book ratio. Indirect effect testing is done by including financial performance measured using ROIC. The population in this study was property and real estate companies listed on the Indonesian Stock Exchange (BEI) in 2009-2013. Sampling method was used as purposive sampling. Sample comprised with total observation were 195 companies for 5 years. Data were analyzed by using path analysis with smartPLS software version 2. The results of this study show that intellectual capital influence on financial performance significantly. Financial performance also influence on the market value significantly. This study is able to prove that intellectual capital indirectly influence firms value through the financial performance. Overall, result of this study indicates that the relationship between intellectual capital and value of the property and real estate companies is indirect.

Keywords: value added intellectual capital, financial performance, firm value, property and real estate

PENDAHULUAN

Fenomena globalisasi mengakibatkan banyak bermunculan perusahaan yang berbasis pengetahuan (*knowledge-based business*) dan mulai mengubah pola pikir para pelaku bisnisnya. Perusahaan yang tadinya lebih menekankan pada aset tetap atau modal konvensional (sumber daya alam, sumber daya keuangan, dan aset fisik lainnya) kini mulai bergeser menjadi aset tak berwujud (*intangible asset* atau *knowledge asset*). Globalisasi juga menyebabkan berkembangnya fenomena *knowledge economy* atau ekonomi pengetahuan yang didefinisikan oleh *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) (1996) sebagai suatu hal dimana produksi, distribusi dan penggunaan pengetahuan adalah pendorong utama pertumbuhan, penciptaan kekayaan dan lapangan pekerjaan disemua industri, tidak hanya industri - industri yang tergolong berteknologi tinggi atau intensif pada pengetahuan saja (Joshi *et al.*, 2013).

Perhatian terhadap praktik pengelolaan *intangible asset* kini mulai meningkat, khususnya *intellectual capital* (IC). Lev (2001) yang secara umum mendefinisikan *intellectual capital* (IC) sebagai suatu sumber nilai bisnis yang telah dikembangkan dari inovasi, desain organisasi yang unik atau sumber daya manusia yang unggul. *Intellectual capital* (IC) dapat diartikan sebagai ekuitas berbasis pengetahuan yang dimiliki perusahaan yang dapat memberikan nilai dan manfaat ekonomi dimasa mendatang (Madininos *et al.*, 2011). Pengukuran *intellectual capital* (IC) yang paling sering digunakan secara internasional adalah VAIC (*Value Added Intellectual Coefficient*), karena dapat memberikan hasil analisis yang komparatif dan hasil pengukuran moneter dari *intellectual capital* (IC) diberbagai sektor korporasi (Pulic, 2004; Chan, 2009). Pulic (2004)

¹ Corresponding author

mengembangkan metode untuk mengukur efisiensi dalam menghasilkan nilai tambah dari kemampuan intelektual perusahaan. VAIC mengukur efisiensi tiga jenis input: *Human Capital Efficiency* (HCE), *Structural Capital Efficiency* (SCE), dan *Capital Employed Efficiency* (CEE) (Pulic, 2004).

Di Indonesia, fenomena *intellectual capital* (IC) mulai berkembang terutama setelah munculnya PSAK No.19 (revisi 2009) tentang aset tidak berwujud, meskipun tidak dinyatakan secara eksplisit sebagai *intellectual capital* (IC) (Hadiwijaya, 2013). Peran *intellectual capital* (IC) sangatlah vital dalam sebuah perusahaan (Susilo, 2012), karena aktivitas bisnis pada perusahaan sangat membutuhkan pengetahuan yang lebih tinggi, utamanya pada kompetensi dan keahlian (Susilo, 2012). Inovasi pada teknologi dan interaksi dengan klien guna menghasilkan strategi diferensiasi dalam bersaing berdasarkan tingkat pelayanan dan bantuan yang diberikan kepada klien sangat penting untuk diperhatikan dan ditingkatkan (Veltri dan Silvestri, 2011).

Penelitian ini mengukur kontribusi *intellectual capital* (IC) yang merupakan *intangible asset* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang mengutamakan *tangible asset*. Hal tersebut mengacu penelitian Britto, Monetti, dan Lima Jr (2014) yang dilakukan pada perusahaan *real estate* di Brazil. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian tersebut adalah modifikasi pengaruh *intellectual capital* (IC) terhadap nilai pasar yang dilakukan melalui kinerja keuangan, untuk menjelaskan bagaimana hubungan tidak langsung kedua variabel tersebut. Modifikasi dilakukan karena penelitian Britto *et al.* (2014) menemukan hasil yang kurang baik dalam menunjukkan pengaruh *intellectual capital* (IC) terhadap nilai pasar yang diuji pada perusahaan *real estate* di Brazil. Alasan tersebut kemudian menjadi dasar mengapa penelitian Britto *et al.* (2014) dilakukan kembali untuk menguji apakah dapat memberikan hasil yang lebih baik dalam menjelaskan pengaruh *intellectual capital* (IC) terhadap nilai pasar dengan menggunakan sampel penelitian di negara yang berbeda, yaitu Indonesia.

Brazil dan Indonesia merupakan dua negara dengan kondisi lingkungan dan ekonomi yang sangat berbeda, serta memiliki karakteristik masing – masing. Industri *property* dan *real estate* yang terus tumbuh tiap tahunnya, yaitu sekitar kenaikan 15-20% tiap tahunnya, dan diperkirakan oleh Asosiasi *Real Estate* Indonesia (REI), pada tahun 2015 industri ini akan terus tumbuh hingga mencapai 30%. Menurut konsultan properti Jones Lang LaSalle (JLL) memperkirakan pertumbuhan bisnis *real estate* di kawasan Asia Pasifik akan terus melejit. Berdasarkan alasan tersebut, penelitian yang membahas tentang pengaruh *intellectual capital* (IC) terhadap industri *property* dan *real estate* yang terus berkembang di Indonesia tersebut akan menarik untuk diteliti lebih lanjut.

Penelitian ini menggunakan tiga variabel, diantaranya variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Nilai pasar sebagai variabel dependen. Variabel independen adalah *intellectual capital* (IC). *Intellectual capital* diproksikan dengan VAIC. Pengaruh tidak langsung antara *intellectual capital* terhadap nilai pasar dilakukan dengan memasukkan kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROIC. Variabel kinerja keuangan dapat menjadi variabel independen dan dependen untuk menunjukkan adanya pengaruh tidak langsung antara *intellectual capital* terhadap nilai pasar. Ukuran perusahaan (*size*) dan hutang perusahaan (*debt*) sebagai variabel kontrol. Sampel yang digunakan adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013 dengan metode *sampling* yaitu *purposive sampling*.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Stakeholder

Perkembangan bisnis pada era globalisasi menuntut perusahaan untuk lebih memperhatikan seluruh pemangku kepentingan yang ada dan tidak terbatas hanya kepada pemegang saham. Hal ini selain merupakan tuntutan etis, juga diharapkan akan mendatangkan manfaat ekonomis dan menjaga keberlangsungan bisnis perusahaan. Dari perspektif hubungan antara perusahaan dengan seluruh pemangku kepentingan inilah teori *stakeholder* kemudian dikembangkan (Ummah, 2013). Freeman (1984) mendefinisikan *stakeholder* sebagai “*any group or individual who can affect or be affected by the achievement of an organization’s objective*” bahwa *stakeholder* merupakan kelompok maupun individu yang dapat memengaruhi atau dipengaruhi oleh proses pencapaian tujuan suatu organisasi.



Asumsi teori *stakeholder* dibangun atas dasar pernyataan bahwa perusahaan berkembang menjadi sangat besar dan menyebabkan masyarakat menjadi sangat terkait dan memerhatikan perusahaan, sehingga perusahaan perlu menunjukkan akuntabilitas maupun tanggung jawab secara lebih luas dan tidak terbatas hanya kepada pemegang saham (Ummah, 2013). Hal ini berarti, perusahaan dan *stakeholder* membentuk hubungan yang saling memengaruhi. Sebagai teori organisasional manajemen dan etika bisnis teori *stakeholder* lebih mengedepankan nilai moral dan etika dalam mengelola sebuah organisasi (Freeman, 2004). Teori *stakeholder* mengatakan bahwa laporan akuntansi dianggap menjelaskan sebuah strategi untuk mempengaruhi hubungan perusahaan dengan pihak-pihak lain yang berinteraksi dengannya (Fontaine *et al.*, 2006).

Pendapat yang berkembang dalam konteks teori *stakeholder* adalah bahwa laba akuntansi hanyalah merupakan ukuran return bagi pemegang saham (*shareholder*), sementara *value added* adalah ukuran yang lebih akurat yang diciptakan oleh *stakeholders* dan kemudian didistribusikan kepada *stakeholders* yang sama (Ulum dkk., 2008). Pendapat tersebut dapat menjelaskan mengapa teori *stakeholder* sesuai dengan IC, karena pengukuran pada IC lebih menekankan pada *value added*, yaitu menggunakan *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC). Dengan memanfaatkan seluruh potensi perusahaan, baik karyawan (*human capital*), aset fisik (*physical capital/capital employed*), maupun *structural capital*, maka perusahaan akan mampu menciptakan *value added* bagi perusahaan. Dengan meningkatkan *value added* tersebut, maka kinerja keuangan perusahaan akan meningkat sehingga nilai perusahaan di mata *stakeholder* juga akan meningkat (Hadiwijaya, 2013).

Resource-based Theory

Menurut penjelasan yang dikemukakan oleh Penrose (1959), pelopor *resources-based theory*, bahwa sumber daya perusahaan bersifat heterogen dan jasa produktif yang berasal dari sumber daya perusahaan memberikan karakter unik bagi tiap-tiap perusahaan. *Resources-based theory* memandang sebuah perusahaan sebagai kumpulan aset atau sumber daya dan kemampuan berwujud maupun tak berwujud (Firer dan Williams, 2003). Sumber daya yang dimiliki perusahaan antara lain dapat berupa fisik atau sumber daya alam yang cukup, keuangan, organisasional, promosi yang menarik, serta karyawan dan manajer yang dapat bekerja secara profesional merupakan seperangkat sumber daya yang dimiliki perusahaan yang dikelola dengan strategi yang baik sehingga akan menghasilkan keunggulan kompetitif yang dapat meningkatkan eksistensi dan keuntungan bagi perusahaan. *Intellectual capital* yang terdiri dari *human capital*, *structural capital* dan *capital employed* dimana semuanya merupakan bagian dari sumber daya yang dimiliki perusahaan (Maditinos *et al.*, 2011).

Resources-based theory mengembangkan serta menganalisis keunggulan yang timbul akibat adanya *knowledge economy* atau perekonomian yang mengutamakan aset-aset tak berwujud (*intangible assets*), contohnya *intellectual capital* (Hadiwijaya, 2013). Perusahaan harus menyadari pentingnya pengelolaan *intellectual capital* yang dimiliki. Apabila kinerja dari *intellectual capital* tersebut dapat dilakukan secara efektif dan efisien, maka perusahaan akan memiliki suatu *value added* yang dapat memberikan suatu karakteristik tersendiri. Sehingga dengan adanya karakteristik tersendiri yang dimiliki, perusahaan mampu berdaya saing terhadap para kompetitornya karena mempunyai suatu keunggulan kompetitif yang hanya dimiliki oleh perusahaan itu sendiri.

Pengaruh *intellectual capital* terhadap kinerja keuangan

Berdasarkan teori *resource-based*, perusahaan mempunyai aset baik berwujud maupun tidak berwujud, dimana keduanya harus dioptimalkan secara efektif dan efisien (Hadiwijaya, 2013). *Intellectual capital* (IC) dan komponen – komponennya merupakan bagian dari sumber daya intelektual perusahaan yang dapat menghasilkan *output* yang bermanfaat bagi perusahaan apabila dioptimalkan dengan baik. *Output* yang dimaksud adalah nilai tambah atau *value added* yang akan diperoleh perusahaan. *Value added* tersebut sesuai dengan teori *stakeholder* yang menjelaskan bahwa kinerja keuangan akan meningkat apabila suatu perusahaan mampu menciptakan *value added* bagi perusahaannya.

Penelitian Zeghal dan Maaloul (2010) pada perusahaan IT di UK menemukan adanya hubungan penting antara IC dan kinerja keuangan (Britto *et al.*, 2014). Maditinos *et al.* (2011) juga menguji apakah pengukuran *intellectual capital* (IC) menggunakan VAIC mempunyai hubungan

dengan nilai pasar dan kinerja keuangan perusahaan – perusahaan di Yunani, dan memberikan hasil bahwa terdapat hubungan positif antara IC dengan kinerja keuangan (Britto *et al.*, 2014). Ulum dkk. (2007) juga meyakini bahwa IC dapat berperan penting dalam peningkatan nilai perusahaan.

Kinerja keuangan perusahaan dapat memberikan dampak pada keputusan manajer (Britto *et al.*, 2014). Menurut beberapa penelitian, termasuk penelitian Britto *et al.* (2014), *intellectual capital* dipercaya sebagai salah satu komponen yang berpengaruh terhadap kinerja keuangan, sehingga perlu dilakukan pengukuran dan pengujian pengaruh *intellectual capital* (IC) terhadap kinerja keuangan. Semakin besar tingkat *intellectual capital* (IC) dan komponennya (*human capital*, *relational capital*, dan *structural capital*) berpengaruh pada efisiensi perusahaan dan VAIC adalah pengukuran yang efisien terkait dengan *intellectual capital* (IC) (Britto *et al.*, 2014). Sehingga muncul hipotesis berikut:

H1: Intellectual capital berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai pasar

Kinerja keuangan merupakan suatu bentuk pertanggungjawaban perusahaan terhadap pemegang saham. Akan tetapi, berdasarkan *socioeconomic view*, perusahaan juga mempunyai tanggung jawab untuk melindungi dan mensejahterakan masyarakat luas. Berdasarkan teori *stakeholder*, apabila perusahaan mampu memenuhi tanggung jawabnya terhadap pemegang saham dan masyarakat luas, maka perusahaan tersebut akan memiliki suatu nilai yang baik di mata para *stakeholder* dan masyarakat luas. Sehingga kinerja keuangan tersebut punya peran penting dalam menciptakan nilai perusahaan yang diprosikan dalam nilai pasar. Investor juga melakukan penilaian terhadap suatu perusahaan berdasarkan kinerja keuangan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan bagi para investor (Britto *et al.*, 2014).

Dalam peningkatan nilai perusahaan, manajer harus mengejar strategi yang meningkatkan profitabilitas perusahaan dan pertumbuhan laba yang langka dari waktu ke waktu (Hill *et al.*, 2014). Pertumbuhan laba adalah salah satu tujuan perusahaan yang erat kaitannya dengan kinerja keuangan. Sehingga peningkatan kinerja keuangan akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan yang dicerminkan pada nilai pasar. Modigliani dan Miller dalam Ulupui (2007) juga berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis ketiga:

H2: Kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai pasar.

Pengaruh tidak langsung *intellectual capital* terhadap nilai pasar melalui kinerja keuangan

Nilai perusahaan yang diprosikan oleh nilai pasar dikendalikan oleh ekspektasi pada masa depan (Copeland *et al.*, 2005). Menurut Lev (2001), pasar seolah – olah menggunakan kaca spion untuk menentukan masa depan (Britto *et al.*, 2014). Hal tersebut dimaksudkan bahwa dalam menentukan nilai pasar yang diekspektasikan, perlu melihat nilai historis yang terjadi sebelumnya sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan investasi (Britto *et al.*, 2014). *Intellectual capital* perusahaan berupa pengetahuan, pengalaman, keahlian yang dimiliki karyawan berperan penting dalam menentukan keputusan yang baik dalam mengendalikan pasar (Joshi *et al.*, 2013).

Banyak akademisi dan praktisi yang sangat memperhatikan tentang pentingnya IC dan mereka semua percaya bahwa IC menjadi aset penting perusahaan yang berdampak pada kinerja bisnis jangka panjang (Mondal dan Ghosh, 2012). *Intellectual capital* (IC) dapat mengevaluasi nilai pasar secara langsung dan tidak langsung, dengan mempertimbangkan merk, reputasi, strategi, aliansi, dan pemacu nilai lainnya (Britto *et al.*, 2014). Pengaruh langsung seperti yang dilakukan Britto *et al.* (2014) gagal membuktikan pengaruh *intellectual capital* terhadap nilai pasar, akan tetapi penelitian tersebut menunjukkan adanya indikasi pengaruh tidak langsung antara *intellectual capital* terhadap nilai pasar melalui kinerja keuangan.

Berdasarkan *resource-based theory* yang berasumsi bahwa keunggulan bersaing yang dimiliki perusahaan berasal dari pengelolaan sumber daya perusahaan sesuai dengan kemampuannya. Sumber daya perusahaan yang dimaksud adalah aset berwujud dan aset tidak berwujud, termasuk modal intelektual (Maditinos *et al.*, 2011). Pengelolaan sumber daya yang efektif dan efisien akan meningkatkan kinerja perusahaan yang akan memberikan respon positif

oleh *stakeholder*, termasuk investor (Hadiwijaya, 2013). Respon positif tersebut muncul dikarenakan terciptanya suatu nilai perusahaan.

Investor perlu mengidentifikasi proses penciptaan nilai pada perusahaan *property* dan *real estate*, serta identifikasi terhadap *intellectual capital* perusahaan atau efisiensi lainnya yang perusahaan gunakan pada sumber dayanya untuk menciptakan nilai perusahaan (Britto *et al.*, 2014). Hasil penelitian yang dilakukan Britto *et al.* (2014) tersebut menemukan bahwa kinerja keuangan berperan besar dalam penciptaan nilai perusahaan *property* dan *real estate*. Analisis penelitian kemudian berkembang dengan menggunakan kinerja keuangan sebagai penghubung antara *intellectual capital* dengan nilai pasar (Britto *et al.*, 2014). Analisis tersebut diharapkan dapat membantu investor atau pemangku kepentingan lainnya dalam mengukur dan mengevaluasi perusahaan *property* dan *real estate* (Britto *et al.*, 2014).

Kontribusi *intellectual capital* dalam penciptaan nilai perusahaan bervariasi menurut jenis industri. Perusahaan *property* dan *real estate* yang menggunakan *tangible asset* sebagai sumber daya utama mengindikasikan bahwa kontribusi *intellectual capital* dalam penciptaan nilai perusahaannya melalui kinerja keuangan. Penilaian kontribusi *intellectual capital* terhadap nilai perusahaan *property* dan *real estate* sangat penting bagi investor, karena pemanfaatan *intellectual capital* diharapkan akan memberikan *return* yang besar bagi investor.

Hipotesis berikut merupakan bentuk modifikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Britto *et al.* (2014) pada perusahaan *real estate* di Brazil. Hasil penelitian Britto *et al.* (2014) menimbulkan dugaan bahwa *intellectual capital* berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dirumuskan dalam hipotesis sebagai berikut:

H3: *Intellectual capital berpengaruh tidak langsung terhadap nilai pasar melalui kinerja keuangan.*

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini mengacu pada penelitian Britto *et al.* (2014) yaitu nilai pasar yang diukur berdasarkan *market-to-book ratio* dan perhitungannya merujuk pada penelitian Britto *et al.* (2014). Perusahaan yang memiliki nilai lebih besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki nilai tambah yang lebih besar pula (Britto *et al.*, 2014). *Intangibility* (I_j) yang diusulkan oleh Chung dan Pruitt (1994) dan digunakan oleh Kayo *et al.* (2006) merupakan penyederhanaan dari *Tobin's q* (Britto *et al.*, 2014) untuk mengukur nilai pasar perusahaan. Berdasarkan Chung dan Pruitt (1994), I_j perhitungannya lebih sederhana, akan tetapi penjelasannya lebih kompleks dari *Tobin's q* yang diusulkan oleh Lindenberg dan Ross (1981). Perhitungan nilai pasar dirumuskan sebagai berikut (Britto *et al.*, 2014):

$$NP = \frac{MV_{on,j} + D_j}{A_j}$$

Keterangan:

NP : *Market-to-book value* (nilai pasar)

$MV_{on,j}$: Harga pasar dari saham biasa (harga saham pada akhir trisemester pertama atau 30 April)

D_j : Hutang jangka panjang, dan

A_j : Nilai bersih aset (total ekuitas)

Chung dan Pruitt (1994) mengusulkan I_j dalam perhitungan *intangibility* yang dimaksudkan apabila suatu perusahaan mempunyai nilai maka perbedaan antara nilai buku dan nilai pasar diharapkan menjadi tinggi (Britto *et al.*, 2014). Oleh karena itu, I_j digunakan sebagai proksi dalam mengukur variabel nilai pasar, dengan I_j yang lebih besar, mengindikasikan nilai pasar yang lebih besar pula (Britto *et al.*, 2014). Dalam penelitian ini I_j direpresentasikan oleh NP.

Harga pasar saham biasa dilihat pada akhir trisemester pertama (30 April) karena sesuai dengan peraturan nomor X.K.6 yang diterbitkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga

Kuangan (Tresnasari, 2014). Bapepam menyatakan bahwa emiten atau perusahaan publik yang pernyataan pendaftarannya telah menjadi efektif wajib menyampaikan laporan tahunan kepada Bapepam dan LK paling lama 4 (empat) bulan setelah tahun buku berakhir (Tresnasari, 2014).

Dalam penelitian ini, variabel kinerja keuangan merupakan variabel yang memiliki anteseden terhadap variabel *intellectual capital* dan konsekuen terhadap variabel nilai pasar. Kinerja keuangan diukur dengan rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah salah satu bagian dari rasio profitabilitas, *Return On Invested Capital* (ROIC) (Hill *et al.*, 2014). Profitabilitas diukur dan didefinisikan sebagai tingkat hasil imbalan yang perusahaan peroleh ketika modal diinvestasikan (ROIC) yang dihitung dengan membagi laba bersih perusahaan dengan jumlah modal yang diinvestasikan (Hill *et al.*, 2014). ROIC adalah salah satu rasio yang paling umum digunakan untuk mengukur kinerja keuangan (Copeland *et al.*, 2005). Dalam perhitungan ROIC juga terdiri dari NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) atau laba bersih setelah pajak. Ini menunjukkan bahwa modal investasi telah berkembang sesuai nilai aset premium (Britto *et al.*, 2014). ROIC diukur dengan rumus berikut (Britto *et al.*, 2014):

$$ROIC = \frac{NOPAT_{j,t}}{A_{j,t} - S_{j,t} - C_{j,t}}$$

Keterangan:

| | |
|----------------------------|---|
| ROIC | : Return Of Invested Capital |
| NOPAT_{j,t} | : Laba bersih setelah pajak |
| A_{j,t} | : Aset perusahaan <i>j</i> dalam periode <i>t</i> |
| S_{j,t} | : Hutang usaha, dan |
| C_{j,t} | : Kas dan setara kas |

Intellectual Capital sebagai variabel independen dapat diukur dengan menggunakan model *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC) dan komponen – komponennya yang diusulkan oleh Pulic (2004). *Intellectual capital* (IC) perusahaan dapat diukur dengan menjumlahkan komponen – komponennya, diantaranya *Human Capital Efficiency* (HCE), *Structural Capital Efficiency* (SCE), *Capital Employed Efficiency* (CEE) (Britto *et al.*, 2014). Efisiensi tersebut diberikan sebagai bentuk seberapa banyak sumber daya yang digunakan untuk menghasilkan *value added* (VA) (Britto *et al.*, 2014).

Perusahaan yang menghabiskan beberapa sumber daya untuk menghasilkan *value added* (VA) lebih efisien dibandingkan perusahaan lain yang beban – beban lainnya lebih besar (Britto *et al.*, 2014). Berdasarkan Pulic (2004), *value added* (VA) adalah perbedaan atau selisih antara *output* (pendapatan) dan *input* (beban pembelian bahan baku, komponen, dan jasa) seperti berikut (Britto *et al.*, 2014):

$$VA = OUT - IN = OP + EC + D + A$$

Keterangan:

| | |
|----|---|
| VA | : Value Added |
| OP | : Laba operasi |
| EC | : Pembayaran kas pada karyawan termasuk dewan direksi dan komisaris |
| D | : Beban penyusutan, dan |
| A | : Amortisasi |

Pulic (2004) dan peneliti lainnya yang menggunakan model VAIC dalam menjelaskan efisiensi *intellectual capital* (IC) dan tidak mendiskusikan mengenai relevansi dari pendapatan keuangan (Britto *et al.*, 2014). Di beberapa negara berkembang, pendapatan keuangan dapat menjadi representatif, mengingat suku bunga yang tinggi dapat mendukung sistem moneter (Britto *et al.*, 2014). Dalam pengujian *value added* (VA) yang diciptakan oleh inti bisnis dari perusahaan, pendapatan keuangan tidak dianggap sebagai *value added* (VA) (Britto *et al.*, 2014).

Komponen – komponen dari VAIC dan bagaimana mengukurnya dijelaskan sebagai berikut (Pulic, 2004):

Langkah – langkah menghitung Value Added Intellectual Coefficient – VAIC

1. Menghitung Human Capital Efficiency (HCE)

$$HCE = \frac{VA}{HC}$$



Keterangan:

VA (*Value Added*)

HC (*Human Capital*) : Pembayaran kas pada karyawan termasuk dewan direksi dan komisaris, serta pajak

2. Menghitung *Structural Capital Efficiency* (SCE)

$$SCE = \frac{SC}{VA}$$

Keterangan:

VA (*Value Added*)

SC (*Structural Capital*) : *Structural capital* perusahaan (VA – HC)

3. Menghitung *Capital Employed Efficiency* (CEE)

$$CEE = \frac{VA}{CE}$$

Keterangan:

VA (*Value Added*)

CE (*Capital Employed*) : Nilai buku dari aset bersih (total aset – kas dan setara kas – pembayaran kepada pemasok)

4. Menghitung *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC)

$$VAIC = HCE + SCE + CEE$$

Untuk variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan dan hutang perusahaan. Ukuran perusahaan dilambangkan dengan *Size* dengan pengukuran sebagai berikut (Britto *et al.*, 2014):

$$Size = \log(\text{book value of net assets})$$

Hutang merupakan suatu kewajiban atau liabilitas perusahaan kepada pihak ketiga yang harus dibayar dengan cara menyerahkan aset atau jasa dalam jangka waktu tertentu sebagai akibat dari transaksi dimasa lalu (Sari, 2013). Hutang perusahaan diukur dengan menggunakan pendekatan berikut (Britto *et al.*, 2014):

$$Hutang (Debt) = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Penentuan Sampel

Populasi Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009 sampai dengan 2013. Data yang digunakan merupakan data terbaru perusahaan, yaitu laporan keuangan tahunan perusahaan *property* dan *real estate* tahun 2009-2013 sehingga dapat memberikan gambaran terkini tentang kinerja keuangan.

Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* yaitu sampel tidak acak yang akan digunakan dalam penelitian dengan berbagai kriteria untuk mencari semua kemungkinan kasus yang begitu spesifik dan populasinya sulit dijangkau (Neuman, 2013). Kriteria-kriteria yang dimaksud antara lain, sebagai berikut:

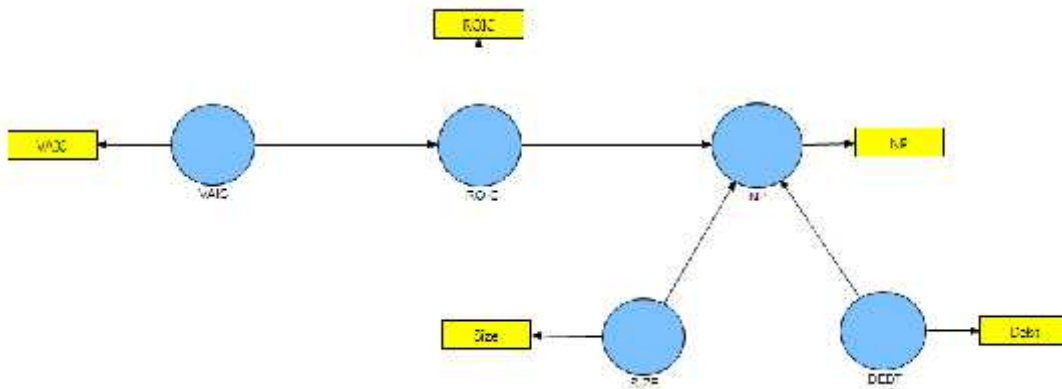
1. Perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2009-2013.
2. Perusahaan *property* dan *real estate* yang mempublikasikan laporan keuangan tahun 2009-2013 di Bursa Efek Indonesia.
3. Perusahaan *property* dan *real estate* yang mengungkapkan informasi atau data yang lengkap untuk mengukur semua variabel yang diteliti termasuk *intellectual capital* (IC) dalam laporan keuangan tahunan antara tahun 2009-2013 di Bursa Efek Indonesia.

Periode waktu 5 tahun dipilih berdasarkan penelitian Britto *et al.* (2014) yang menguji pengaruh *intellectual capital* terhadap penciptaan nilai perusahaan *real estate* di Brazil periode tahun 2007-2011.

Metode Analisis

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*Path Analysis*) dengan alat analisis *Partial Least Square* (PLS). Penggunaan PLS dirasa tepat karena model penelitian ini merupakan pengembangan dari model penelitian sebelumnya, sehingga model tersebut masih berupa prediksi adanya keterkaitan suatu jalur yang baru dibentuk. Modifikasi pada model penelitian dilakukan untuk mengetahui tidak langsung antara variabel independen dengan variabel dependen, dan PLS dapat membantu menjelaskan hal tersebut. PLS merupakan pendekatan yang lebih tepat untuk tujuan prediksi, hal ini terutama pada kondisi dimana indikator bersifat formatif, atau ketika penelitian ini masih tidak pasti (Ghozali, 2008). Berikut disajikan gambar model struktural yang akan diuji dengan *software smartPLS* versi 2:

**Gambar 1
Model Struktural Penelitian**



HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013. Penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan beberapa kriteria. Berdasarkan hal tersebut, maka data yang memenuhi kriteria penelitian sejumlah 195 data. Jumlah tersebut berasal dari jumlah perusahaan yang dianalisis setiap tahunnya adalah 39 perusahaan, kemudian dikalikan dengan jumlah tahun periode penelitian selama 5 tahun.

**Tabel 1
Pengambilan Sampel**

| NO | KETERANGAN | JUMLAH |
|----|--|--------|
| 1 | Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang terdaftar di BEI tahun 2013 | 45 |
| 2 | Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang baru <i>listing</i> di BEI pada pertengahan tahun observasi | (6) |
| 3 | Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian | 39 |
| 4 | Jumlah observasi tahun 2009-2013 (5x39) | 195 |

Sumber: Data sekunder yang diolah (2015)

Berdasarkan tabel 1, jumlah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013 yang menjadi populasi penelitian adalah 45 perusahaan. Untuk konsistensi data penelitian, 6 perusahaan yang baru *listing* di BEI pada pertengahan tahun observasi

tidak dijadikan sebagai sampel penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh jumlah perusahaan yang menjadi sampel dalam satu tahun adalah sebanyak 39 perusahaan.

Statistik Deskriptif Variabel

Sebelum dilakukan analisis utama, terlebih dahulu disajikan statistik deskriptif yang bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi variabel dalam penelitian. Alat analisis yang digunakan adalah nilai minimum, nilai maksimum, rata – rata, dan deviasi standar. Hasil analisis statistik deskriptif dari data penelitian adalah sebagai berikut:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|-----|----------|---------|---------|----------------|
| NP | 195 | 0,2434 | 7,4985 | 1,8418 | 1,2887 |
| ROIC | 195 | -0,1269 | 0,3811 | 0,0543 | 0,0656 |
| VAIC | 195 | -38,3133 | 68,7364 | 5,4087 | 7,6617 |
| Size | 195 | 10,5925 | 13,3313 | 12,1312 | 0,6368 |
| Debt | 195 | 0,0075 | 6,7043 | 0,7823 | 0,7165 |
| Valid N (listwise) | 195 | | | | |

Sumber: Data sekunder diolah (2015)

Hasil pengukuran statistik deskriptif pada tabel 2 menunjukkan bahwa dari 195 perusahaan sampel diperoleh nilai terendah dari nilai pasar yang direpresentasikan dengan NP sebesar 0,2434 rupiah, nilai maksimum 7,4985 rupiah, dan nilai rata – rata 1,8418 rupiah. Nilai tersebut menunjukkan bahwa perusahaan sampel memiliki rata – rata nilai pasar saham biasa sebesar 1,8418 rupiah untuk setiap aset bersih yang dimilikinya. Perusahaan yang paling bernilai karena mempunyai nilai pasar paling tinggi adalah Metropolitan Kentjana Tbk pada tahun 2013, sedangkan nilai pasar terendah juga dimiliki perusahaan Rista Bintang Mahkota Sejati Tbk pada tahun 2013.

Untuk variabel kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROIC memiliki nilai minimum - 0,1269, nilai maksimum 0,3811, dan nilai rata – rata 0,0543. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan mampu mengubah modal yang diinvestasikan menjadi laba sebanyak 0,0543 kali. Perusahaan dengan nilai ROIC tertinggi dimiliki oleh Danayasa Arthatama Tbk tahun 2013, dan nilai ROIC terendah adalah Rista Bintang Mahkota Sejati Tbk tahun 2013.

Variabel independen *intellectual capital* yang diproksikan dengan VAIC secara statistik memiliki nilai minimum -38,3133, nilai maksimum 68,7364, dan nilai rata – rata 5,4087. Maksud dari nilai tersebut adalah rata – rata sampel perusahaan mampu mempergunakan *intellectual capital* dalam menciptakan nilai tambah adalah sebanyak 5,4087 kali. Nilai rata – rata tersebut tergolong masih rendah apabila dibandingkan dengan nilai maksimum yang dapat mencapai 68,7364. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan *property* dan *real estate* yang menjadi sampel penelitian masih belum memanfaatkan *intellectual capital* sebagai sumber daya tak berwujud yang dapat memberikan nilai tambah perusahaan.

Nilai terendah sebesar -38,3133 menunjukkan bahwa *value added* yang diberikan bernilai negatif. Arti nilai tersebut adalah *input* (biaya – biaya) perusahaan lebih besar dibandingkan *output* (pendapatan) perusahaan, karena konsep *value added* adalah selisih antara *output* terhadap *input*. Perusahaan yang menghasilkan *value added* dengan biaya yang rendah lebih efisien dibandingkan dengan perusahaan yang biaya – biayanya sangat besar dalam menghasilkan *value added*. Nilai *intellectual capital* terendah dimiliki oleh perusahaan Pikko Land Development Tbk pada tahun 2009. Selain itu, beberapa perusahaan lain yang menunjukkan nilai *value added* yang negatif adalah Bukit Darmo Property Tbk tahun 2009, 2011, 2012, dan 2013, Fortune Mate Indonesia Tbk tahun 2010 dan 2011, Laguna Cipta Griya Tbk tahun 2009, 2010, 2011. Perusahaan – perusahaan tersebut menunjukkan *output* yang rendah, karena mereka mengalami kerugian atau menunjukkan

laba yang negatif. Perusahaan *property* dan *real estate* dengan nilai *intellectual capital* tertinggi adalah Bekasi Asri Pemula Tbk pada tahun 2011.

Size dan *debt* yang merepresentasikan sebagai variabel kontrol penelitian ini, yaitu ukuran perusahaan dan hutang perusahaan. *Size* mempunyai nilai minimum, nilai maksimum, dan nilai rata – rata masing – masing sebesar 10,5925, 13,3313, dan 12,1312, serta *debt* memiliki nilai minimum 0,0075, nilai maksimum 6,7043 dan nilai rata – rata 0,7823. Nilai ukuran perusahaan (*size*) terbesar dimiliki oleh Lippo Karawaci Tbk, dan nilai terendah adalah Metro Realty Tbk. Perusahaan Laguna Cipta Griya Tbk juga memiliki nilai hutang perusahaan (*debt*) tertinggi, sedangkan Pikko Land Development Tbk adalah perusahaan dengan nilai hutang perusahaan (*debt*) terendah.

Selain rata – rata, minimum, dan maksimum, deviasi standar juga perlu diperhatikan karena mampu menunjukkan penyimpangan data terhadap nilai rata – ratanya. Beberapa variabel yaitu NP, *Size* dan *Debt* mempunyai nilai deviasi standar masing – masing sebesar 1,2887, 0,6368, dan 0,7165 yang lebih kecil dibandingkan nilai rata – ratanya yang berarti bahwa nilai rata – rata merupakan representasi yang baik dari keseluruhan data. Namun, variabel ROIC dan VAIC menunjukkan nilai deviasi standar 0,0656 dan 7,6617, dimana nilai tersebut lebih besar dari nilai rata – ratanya, sehingga nilai rata – rata kurang baik dalam merepresentasikan keseluruhan data.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan metode *Partial Least Square* (PLS) bertujuan untuk menganalisis pengaruh suatu jalur dari model struktural yang dibentuk. Untuk mengetahui besarnya pengaruh tersebut pada metode PLS dapat dilihat dengan nilai *t-statistic*-nya. Nilai *t-statistic* atau *t*-hitung yang ditunjukkan harus mempunyai nilai lebih besar nilai *t*-tabel untuk menghasilkan pengaruh yang signifikan. Dalam konteks ini, nilai *t*-tabel atau batas untuk menolak atau menerima hipotesis adalah diatas 1,64 untuk $p < 0,10$, 1,96 untuk $p < 0,05$, dan 2,58 untuk $p < 0,01$. Pada tabel dibawah ini disajikan hasil pengujian hipotesis pertama, kedua, dan ketiga:

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

| | Original Sample | Sample Mean | Standard Deviation | Standard Error | T-Statistics |
|--------------|-----------------|-------------|--------------------|----------------|--------------|
| VAIC -> ROIC | 0,3481 | 0,3644 | 0,1677 | 0,1677 | 2,0759** |
| ROIC -> NP | 0,2686 | 0,2707 | 0,0820 | 0,0820 | 3,2753*** |
| SIZE -> NP | 0,1401 | 0,1330 | 0,0822 | 0,0822 | 1,7040* |
| DEBT -> NP | 0,3339 | 0,3348 | 0,0795 | 0,0795 | 4,1979*** |

Keterangan: *, **, *** signifikan pada tingkat 10%, 5%, 1%

Sumber : Data sekunder diolah (2015)

Hipotesis pertama adalah *intellectual capital* (VAIC) berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan (ROIC). Nilai *t-statistics* VAIC terhadap ROIC pada tabel 3 adalah sebesar 2,0759 yang berarti nilai tersebut lebih besar dari 1,96 dan signifikan pada tingkat 5%. Hal tersebut menunjukkan bahwa *intellectual capital* (VAIC) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (ROIC). Arah *path coefficient* yang positif menunjukkan pengeluaran dalam *intellectual capital* akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan *property* dan *real estate*. Maksud dari hasil yang ditunjukkan tersebut adalah perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia mampu mengelola dan memanfaatkan modal intelektual (IC) dengan baik guna menghasilkan kinerja keuangan berupa laba yang besar.

Seperti yang dijelaskan pada *resource-based theory*, perusahaan yang mampu mempergunakan aset berwujud dan aset tidak berwujud dengan efektif dan efisien, maka akan memberikan keuntungan yang besar dan keunggulan kompetitif bagi perusahaan. Hal tersebut diwujudkan dalam bentuk *value added* yang dapat memberikan karakteristik tersendiri bagi perusahaan untuk menghadapi persaingan bisnis. *Intellectual capital* dianggap sebagai kekuatan pendorong untuk mendapatkan keunggulan kompetitif dalam lingkungan globalisasi yang dinamis yang memiliki hubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan (Tovstiga dan Tulugurova, 2007). Hasil yang sama dijelaskan oleh penelitian Britto *et al.* (2014) dan Arslan dan Zaman (2015) bahwa *intellectual capital* memberikan pengaruh positif terhadap kinerja keuangan yang dilakukan

pada perusahaan *real estate* dan perusahaan minyak dan gas, dimana sangat menekankan *tangible asset*.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa kinerja keuangan (ROIC) mempunyai pengaruh positif terhadap nilai pasar (NP). Berdasarkan hasil yang dapat dilihat pada tabel 3, nilai *t-statistics* ROIC terhadap NP adalah 3,2753. Maksud dari nilai tersebut adalah kinerja keuangan (ROIC) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar (NP), karena nilai tersebut melebihi nilai 2,58 dengan signifikansi 1%. Berdasarkan hal tersebut kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar.

Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kinerja keuangan perusahaan *property* dan *real estate* akan diikuti dengan peningkatan pada nilai pasar. Kinerja keuangan perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia menunjukkan adanya prospek yang baik, sehingga menarik minat investor dan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba dengan maksimal dan menunjukkan kinerja yang baik, akan mendapat tanggapan yang baik dari pasar. Kinerja keuangan yang positif meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini sesuai dengan teori *stakeholder* yang menyebutkan bahwa kinerja keuangan merupakan bentuk pertanggungjawaban perusahaan tidak hanya terhadap pemegang saham, melainkan juga terhadap masyarakat luas yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Britto *et al.* (2014) yang menunjukkan bahwa pengukuran berdasarkan ukuran kinerja akuntansi tradisional (ROIC) lebih baik dan efisien dalam menjelaskan nilai perusahaan *real estate*.

Hipotesis ketiga bermaksud untuk menguji pengaruh tidak langsung antara *intellectual capital* terhadap nilai pasar melalui kinerja keuangan. Untuk mengetahui besarnya pengaruh tidak langsung antara *intellectual capital* dan nilai pasar melalui kinerja keuangan dapat dilakukan dengan cara mengalikan nilai *path coefficient* variabel *intellectual capital* (VAIC) terhadap kinerja keuangan (ROIC) dan variabel kinerja keuangan (ROIC) terhadap nilai pasar (NP) yang terdapat pada tabel 3 di kolom *original sample*, dan kedua hubungan tersebut harus sama – sama berpengaruh signifikan. Cara tersebut seperti yang dilakukan oleh Ghozali (2008) dalam pengujian pengaruh tidak langsung dengan menggunakan metode PLS. Metode tersebut juga dilakukan pada penelitian Susanto dan Aisyiyah (2010) dalam menganalisis pengaruh tidak langsung menggunakan PLS.

Berdasarkan tabel 3, VAIC berpengaruh terhadap ROIC dengan koefisien sebesar 0,3481 dan signifikan pada 5% (nilai *t*-hitung 2,0759 > *t*-tabel 1,96). ROIC juga berpengaruh terhadap NP dengan nilai koefisien sebesar 0,2686 signifikan pada 1% (*t*-hitung 3,2753 > *t*-tabel 2,58). Jadi dapat disimpulkan bahwa *intellectual capital* (VAIC) berpengaruh tidak langsung terhadap nilai pasar (NP) lewat kinerja keuangan (ROIC) dengan nilai koefisien total 0,0935 yang diperoleh dari perkalian 0,3481 dan 0,2686, sehingga terdapat pengaruh tidak langsung antara *intellectual capital* terhadap nilai pasar melalui kinerja keuangan.

Gagasan munculnya hipotesis tersebut berdasarkan penelitian Britto *et al.* (2014) yang mengindikasikan bahwa hubungan antara *intellectual capital* dan nilai pasar bersifat tidak langsung, khususnya pada perusahaan *property* dan *real estate*. Gagasan tersebut dibuktikan pada temuan dalam penelitian ini yang menunjukkan bahwa *intellectual capital* berpengaruh tidak langsung terhadap nilai pasar melalui kinerja keuangan. Hasil serupa ditunjukkan pada penelitian Hadiwijaya (2013) yang menggunakan kinerja keuangan sebagai mediator antara *intellectual capital* terhadap nilai pasar pada perusahaan perbankan di Indonesia tahun 2007-2011. Berdasarkan sudut pandang konseptual, temuan ini membuktikan bahwa harus ada perantara antara *intellectual capital* terhadap penciptaan nilai perusahaan. Mondal dan Ghosh (2012) juga mengungkapkan bahwa dampak *intellectual capital* terhadap nilai perusahaan yang diuji selama dekade terakhir adalah tidak langsung.

Berbeda dengan model Ohlson (1995) yang menyatakan bahwa variabel informasi lainnya (*intellectual capital*) secara langsung mampu menjelaskan penciptaan nilai perusahaan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *intellectual capital* menciptakan nilai melalui kinerja keuangan. Temuan penelitian ini tidak sesuai dengan model Ohlson yang berasumsi bahwa *intellectual capital* berpengaruh langsung dalam menciptakan nilai perusahaan. *Intellectual capital* merupakan sumber daya yang terukur untuk peningkatan *competitive advantages* yang memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan serta meningkatkan nilai perusahaan (Chen *et al.*, 2005). *Intellectual*



capital merupakan seperangkat aset intelektual yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai organisasi (Mondal dan Ghosh, 2012). Pasar mengapresiasi *intellectual capital* perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia melalui kinerja keuangannya, karena kinerja keuangan merupakan gambaran dari hasil pemanfaatan sumber daya perusahaan, baik berwujud maupun tidak berwujud.

Berdasarkan *resource-based theory* yang berasumsi bahwa perusahaan yang menggunakan dan mengelola sumber daya yang dimiliki sesuai kemampuannya akan mempunyai keunggulan kompetitif. Pemanfaatan sumber daya yang efektif dan efisien, baik sumber daya fisik maupun intelektual (IC), didukung dengan struktur organisasi perusahaan yang baik, maka akan mendorong peningkatan kinerja perusahaan yang nantinya akan diapresiasi dengan baik oleh *stakeholder* termasuk investor. Hal tersebut kemudian sesuai dengan teori *stakeholder* yang menyatakan bahwa kinerja keuangan yang direpresentasikan oleh laporan keuangan merupakan bentuk pemenuhan tanggung jawab perusahaan terhadap pemegang saham, *stakeholder*, dan masyarakat luas yang nantinya akan menciptakan nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pengelolaan sumber daya perusahaan berupa *intellectual capital* yang optimal akan meningkatkan kinerja keuangan, sehingga peningkatan kinerja keuangan tersebut menciptakan nilai perusahaan yang baik dan diapresiasi oleh pasar.

Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol yaitu *size* dan *debt*. Dalam tabel 3 ditunjukkan bahwa variabel kontrol *size* memiliki nilai *t-statistics* 1,7040 yang lebih dari 1,64 signifikan pada tingkat 10%. Arti dari nilai tersebut adalah *size* (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar (NP). Ukuran perusahaan dapat diketahui berdasarkan banyaknya aset yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan yang besar menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi pula, karena aset perusahaan yang besar akan mendorong ketertarikan investor untuk berinvestasi, sehingga pasar juga akan merespon positif.

Serupa dengan *size*, variabel kontrol *debt* (DEBT) memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar (NP), hal tersebut terlihat pada tabel 3 yang menunjukkan nilai *t-statistics*-nya lebih dari 2,58 dengan signifikansi 1% yaitu sebesar 4,1979. Semua perusahaan *property* dan *real estate* mempunyai hutang yang cukup tinggi pada pihak lain dan hutang merupakan sumber pendanaan bagi sektor *property* dan *real estate*, sehingga apabila sumber pendanaan tersebut rendah, maka perusahaan *property* dan *real estate* juga akan mengalami penurunan dalam menjalankan bisnisnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Hal ini juga mengindikasikan perusahaan *property* dan *real estate* yang mengoptimalkan sumber daya *intellectual capital* dan mengakui hutang sebagai sumber nilai akan mendorong eksekutif untuk memicu prospek jangka panjang yang mengakibatkan peningkatan nilai perusahaan (Britto *et al.*, 2014). Temuan yang ditunjukkan ini tidak konsisten dengan penelitian Britto *et al.* (2014) yang menemukan bahwa hutang tidak mempengaruhi nilai pasar perusahaan *property* dan *real estate*.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh tidak langsung *intellectual capital* terhadap nilai pasar pada perusahaan *property* dan *real estate*. Perusahaan *property* dan *real estate* mempunyai karakteristik *tangible asset* yang dominan. Berdasarkan penelitian Britto *et al.* (2014) menemukan bahwa *intellectual capital* tidak berpengaruh terhadap nilai pasar secara langsung, dan mengindikasikan adanya pengaruh tidak langsung antara *intellectual capital* terhadap nilai pasar melalui kinerja keuangan.

Temuan dalam penelitian ini adalah *intellectual capital* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Pengeluaran perusahaan terhadap *intellectual capital* menunjukkan adanya peningkatan terhadap kinerja keuangan. Hal ini sesuai dengan *resource based theory* yang beranggapan bahwa pengelolaan sumber daya yang baik akan memberikan kinerja yang memuaskan. Pengetahuan dan keahlian karyawan (*human capital*) didukung dengan struktur organisasi (*structural capital*) dan sejumlah modal fisik (*capital employed*) dimanfaatkan semaksimal mungkin untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Hasil penelitian selanjutnya adalah kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar. Kinerja keuangan perusahaan yang baik merupakan pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi. Penilaian investor dan para pemangku kepentingan lainnya (*stakeholders*) akan baik apabila kinerja keuangan yang ditunjukkan baik dan positif. Oleh



karena itu, temuan ini sesuai dengan teori *stakeholder* yang menyebutkan bahwa kinerja keuangan merupakan bentuk pertanggungjawaban perusahaan tidak hanya terhadap pemegang saham, melainkan juga terhadap masyarakat luas yang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Temuan terakhir yang diperoleh menunjukkan bahwa *intellectual capital* berpengaruh tidak langsung terhadap nilai pasar perusahaan *property* dan *real estate* melalui kinerja keuangan. Pasar memandang *intellectual capital* dalam mengevaluasi nilai suatu perusahaan *property* dan *real estate* melalui kinerja keuangannya. *Intellectual capital* yang dimiliki perusahaan *property* dan *real estate* dikelola dengan baik dan efisien sehingga akan meningkatkan kinerja keuangan yang diikuti pula dengan peningkatan nilai pasar perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan terhadap pengaruh *intellectual capital* dan nilai pasar melalui kinerja keuangan, terdapat beberapa keterbatasan. Keterbatasan pertama adalah metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini masih menggunakan *Partial Least Square* (PLS) yang menekankan pada tujuan prediksi hubungan optimal pada suatu model struktural. Selain itu, beberapa perusahaan *property* dan *real estate* mengalami kerugian, sehingga hal tersebut dapat mempengaruhi hasil penelitian. Perusahaan *property* dan *real estate* yang rugi menunjukkan nilai yang negatif pada VAIC, HCE, SCE, CEE. Hal tersebut mengartikan bahwa *value added* yang diciptakan sangat rendah dan negatif.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan metode analisis yang memperkuat prediksi dari model penelitian ini, misal AMOS dan LISREL. Penelitian selanjutnya sebaiknya juga perlu dipertimbangkan atau dikembangkan pengukuran *intellectual capital* dan komponen – komponennya yang dapat diterapkan pada perusahaan yang menekankan *tangible asset*-nya.

REFERENSI

- Arslan, Muhammad dan Zaman, Rashid. 2015. Intellectual Capital and Its Impact An Financial Performance: A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, Vol. 2, No. 2, h. 125-140.
- Britto *et al.* 2014. Intellectual Capital in Tangible Intensive Firms: The Case of Brazilian Real Estate Companies. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 15, No. 2, h. 333-348.
- Chan, K. H. 2009. Impact of intellectual capital on organisational performance: an empirical study of companies in the Hang Seng Index (Part 2). *The Learning Organization*, Vol. 16, No. 1, h. 4-21.
- Chen *et al.* 2005. An Empirical Investigation of The Relationship Between Intellectual Capital and Firms' Market Value and Financial Performance. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, No. 2, h. 159-176.
- Chung, K.H. and Pruitt, S.W. 1994. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, Vol. 23 No. 3.
- Copeland, T., Weston, F. dan Shastri, K. 2005. *Financial Theory and Corporate Policy*. Edisi 4. Boston: Pearson Addison Wesley.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Ghozali, I. 2008. *Structural Equation Modeling: Metode Alternatif dengan Partial Least Square*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hadiwijaya, Rendy Cahyo. 2013. "Pengaruh *Intellectual Capital* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel *Intervening*". *Skripsi Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro*.
- Hill *et al.* 2014. *Bisnis Internasional: Perspektif Asia*. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Horne, James C. Van dan Wachowicz, JR, John M. 2009. *Prinsip – prinsip Manajemen Keuangan*. Buku 1 Edisi 12. Jakarta: Salemba Empat.



- Investing Answers. 2009. "Return On Invested Capital (ROIC). <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/ratio-analysis/return-invested-capital-roic-1188>. Diakses tanggal 9 Desember 2014.
- Investopedia. 2015. "Return On Invested Capital – ROIC". <http://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp>. Diakses tanggal 15 Januari 2015.
- Joshi *et al.* 2013. Intellectual Capital and Financial Performance: An Evaluation of The Australian Financial Sector. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 14, No. 2, h. 264-285.
- Maditinos *et al.* 2011. The Impact of Intellectual Capital on Firms' Market Value and Financial Performance. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 12, No. 1, h. 132-151.
- Mondal, Amitava dan Ghosh, Santanu Kumar. 2012. Intellectual Capital and Financial Performance of Indian Banks. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 13, No. 4, h. 515-530.
- Neuman, W. Lawrence. 2013. *Metode Penelitian Sosial: Pendekatan Kualitatif dan Kuantitatif*. Edisi 7. Jakarta: PT Indeks.
- Penrose, ET. 1959. *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Oxford University Press.
- Pulic, A. 2004. Intellectual Capital – Does It Create or Destroy Value?. *Measuring Business Excellence*, Vol. 8, No. 1, h. 62-68.
- Susanto, Heri dan Aisiyah, Nuraini. 2010. Analisis pengaruh kepemimpinan dan dan budaya kerja dengan motivasi sebagai variabel *intervening* terhadap kinerja karyawan di kantor pertanahan Kabupaten Kebumen. *Magistra*, No. 74, h. 15-38.
- Susilo, Lora Anjis. 2012. "Analisis Pengaruh Pengungkapan *Intellectual Capital* terhadap *Abnormal Return* Saham (Studi pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di BEI)". *Laporan Seminar Akuntansi STIE ASIA Malang*.
- Tovstiga, G. Dan Tulugurova, E. 2007 Intellectual capital practices and performance in russian enterprises. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, No. 4, h. 695-707.
- Tresnasari, Fauzia. 2014. "Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung *Human Capital* terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012)". *Skripsi Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro*.
- Ulum, Ihyaul, Ghozali, Imam dan Chariri, Anis. 2007. "*Intellectual Capital* dan Kinerja Keuangan Perusahaan: Suatu Analisis dengan Pendekatan *Partial Least Square*". *Simposium Nasional Akuntansi ke-11*.
- Ulupui, I. G. K. A. 2007. Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, *Leverage*, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap *Return* Saham (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman dengan Kategori Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 2. No. 1, Januari: 88 – 102.
- Ummah, Muwahid. 2013. "Teori Stakeholder". <http://muwahidummah.blogspot.com/2013/10/v-behaviorurldefaultvmlo.html>. Diakses tanggal 10 Januari 2015.
- Veltri, S. dan Silvestri, A. 2011. Direct and indirect effects of human capital on firm value: evidence from Italian companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 15, No. 3, h. 232-254.