

INTELLECTUAL CAPITAL DISCLOSURES IN PROSPECTUS INITIAL PUBLIC OFFERING: DETERMINANTS AND ITS IMPACT ON MARKET VALUE

PENGUNGKAPAN MODAL INTELEKTUAL DALAM PROSPEKTUS PENAWARAN UMUM SAHAM PERDANA: *DETERMINANTS* DAN DAMPAKNYA PADA NILAI PASAR

Wahyu Widarjo

Ririk Yunita Hendry Koesworo Sari

Email : wahyu_widarjo@yahoo.com

Universitas Tunas Pembangunan Surakarta

Jl. Walanda Maramis No. 31, Cengklik, Surakarta

ABSTRACT

The purpose of this study is to demonstrate empirically the factors that influence the disclosure of intellectual capital and its impact on the market value of the company. This study uses secondary data, that is data that an IPO prospectus in the year 1999-2007 and the data published on the closing stock price on the first day of secondary market. Results of this study indicate that ownership retention and underwriter reputation has a positive effect on intellectual capital disclosures in the IPO prospectus. However, this research has not been able to prove the moderating effect of managerial ownership and institutional ownership in the relationship between the ownership retention and intellectual capital disclosure and the impact of intellectual capital disclosure in the market value of the company after the IPO.

Keywords: ownership retention, underwriter reputation, firm value, intellectual capital disclosure

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan secara empiris faktor-faktor yang mempengaruhi pengungkapan modal intelektual serta dampak pengungkapan modal intelektual pada nilai pasar perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data prospektus perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1999-2007 yang dipublikasikan dan data harga saham pada penutupan hari pertama di pasar sekunder. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa retensi kepemilikan dan reputasi *underwriter* berpengaruh positif pada pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO. Akan tetapi, penelitian ini belum dapat membuktikan efek moderasi kepemilikan manajerial dan institusional dalam hubungan antara retensi kepemilikan dengan pengungkapan modal intelektual serta dampak pengungkapan modal intelektual pada nilai pasar perusahaan setelah IPO.

Kata kunci : retensi kepemilikan, reputasi underwriter, nilai perusahaan, pengungkapan modal intelektual

PENDAHULUAN

Fenomena modal intelektual merupakan topik yang menarik untuk dikaji lebih mendalam. Hal ini dikarenakan perkembangan teknologi yang semakin pesat dan persaingan yang semakin ketat memaksa perusahaan untuk mengubah cara berbisnis mereka dari berdasarkan pada tenaga kerja menuju pada bisnis berdasarkan ilmu pengetahuan (Solikhah et al., 2010). Dinamika bisnis di abad 21 ini menurut Singh dan Zahn (2008) ditentukan dan dikendalikan oleh elemen-elemen intelektual atau ilmu pengetahuan, sehingga modal konvensional seperti sumber daya alam, sumber daya keuangan dan aktiva fisik lainnya menjadi kurang penting dibandingkan dengan modal yang berbasis pengetahuan dan teknologi (Yusuf dan Safitri 2009).

Dewasa ini pelaku bisnis mulai menyadari bahwa kemampuan bersaing tidak hanya terletak pada kepemilikan aktiva berwujud, tetapi lebih pada inovasi, sistem informasi, pengelolaan organisasi dan sumber daya organisasi yang merupakan komponen dari aset takberwujud (Agnes, 2008). Pendapat senada disampaikan oleh Pulic dan Bornemann (1999) dan William (2001) yang menyatakan bahwa penciptaan nilai kompetitif dalam lingkungan bisnis yang modern terletak pada modal intelektual perusahaan. Oleh karena itu, modal intelektual dianggap sebagai aset yang sangat bernilai dan berpotensi bagi kesuksesan suatu perusahaan dalam dunia bisnis modern. Namun dalam praktiknya terdapat permasalahan yang muncul, yaitu tidak terpenuhinya kriteria suatu sumber daya (*human capital*, inovasi, pelanggan) yang dimiliki perusahaan sebagai aset tak berwujud (khususnya dalam hal pengendalian dari aktiva tersebut). Selain itu terdapat juga kendala dalam hal pengakuan dan pengukuran dari aset tak berwujud (PSAK No. 19). Dengan adanya kesulitan dalam hal pengidentifikasian, pengakuan dan pengukuran tersebut, maka modal

intelektual belum dapat dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan.

Untuk mengatasi permasalahan tersebut, para peneliti dibidang akuntansi memberikan alternatif pengungkapan modal intelektual sebagai media dalam menunjukkan kuantitas dan kualitas modal intelektual yang dimiliki perusahaan kepada pemangku kepentingan (*stakeholder*) perusahaan. Dengan pengungkapan yang luas (dalam hal ini adalah pengungkapan modal intelektual), maka akan mengurangi kesenjangan informasi dan persepsi ketidakpastian yang dirasakan oleh investor ataupun calon investor yang pada akhirnya akan berpengaruh pada penghargaan investor pada saham perusahaan (Diamond dan Verrechia, 1991; Baesso dan Kumar, 2007; Singh dan Zahn, 2008).

Pengkajian tentang pengungkapan modal intelektual telah banyak dilakukan oleh peneliti di Indonesia, misalnya Purnomosidhi (2006) dan Sihotang dan Winata (2008). Namun penelitian tersebut bukan dalam setting IPO, padahal tingkat asimetri informasi perusahaan yang melakukan IPO lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang sudah lama go public. Hal ini dikarenakan perusahaan yang sudah lama go public lebih dikenal oleh masyarakat dan berkewajiban mempublikasikan laporan keuangan tahunan kepada publik (Widarjo, 2011b)

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh retensi kepemilikan pada pengungkapan modal intelektual, akan tetapi juga mengeksplorasi lebih dalam struktur kepemilikan dari pemilik lama perusahaan yaitu kepemilikan manajerial dan institusional. Berdasarkan argumen diatas maka yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah: apakah retensi kepemilikan dan penjamin emisi saham merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO, efek moderasi struktur kepemilikan dalam hubungan antara retensi kepemilikan dengan pengungkapan

pan modal intelektual serta bagaimana dampak pengungkapan modal intelektual pada nilai pasar setelah IPO.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling* dimana kriteria perusahaan yang dipakai sebagai sampel penelitian ini adalah:

- a. Perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1999-2007.
- b. Seluruh saham yang ditawarkan kepada publik merupakan saham perdana.
- c. Pemilik lama tidak akan menjual saham yang dimiliki dalam jangka waktu minimal 6 bulan sejak tanggal efektif.
- d. Perusahaan termasuk dalam jenis industri perbankan, telekomunikasi, elektronik, komputer dan multimedia, automotif, dan farmasi, karena jenis industri ini memiliki aset modal intelektual yang intensif (Firrre dan William, 2003; Sir *et al.*, 2010).

Data prospektus perusahaan dan data harga saham diperoleh dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi (PDBE) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada dan Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Bursa Efek Indonesia.

Definisi dan Pengukuran Variabel

a. Nilai Pasar Perusahaan

Nilai pasar perusahaan adalah apresiasi atau penghargaan investor terhadap sebuah perusahaan, nilai tersebut tercermin dalam harga saham perusahaan (Silveira dan Baros, 2007). Dalam penelitian ini variabel nilai pasar perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *price to book value* (PBV). Pemilihan rasio PBV didasarkan pertimbangan bahwa rasio PBV lebih baik jika dibanding-

kan dengan *price to earning ratio* (P/E) sebagai alat evaluasi nilai relatif saham. Hal ini dikarenakan laba lebih banyak dipengaruhi oleh prosedur akuntansi (Aggarwal *et al.*, 1992; Yuniasih *et al.*, 2010).

Rasio *price to book value* (PBV) dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini.

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham Penutupan}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

Harga saham penutupan yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder.

b. Pengungkapan Modal Intelektual

Pengungkapan modal intelektual diprosikan dengan indeks pengungkapan modal intelektual. Indeks pengungkapan yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks pengungkapan modal intelektual yang digunakan oleh Singh dan Zahn (2008). Indeks ini terdiri dari 81 item yang diklasifikasikan ke dalam enam kategori berikut ini.

- 1) *Resources* (28 item)
- 2) *Customer* (14 item)
- 3) *Information Technology* (6 item)
- 4) *Processes* (9 item)
- 5) *Research and Development* (9 item)
- 6) *Strategic Statements* (15 item)

Penelitian ini menggunakan teknik analisis konten dengan bentuk yang paling sederhana untuk mengukur pengungkapan modal intelektual yang dilakukan oleh perusahaan. Pemberian skor untuk item pengungkapan dilakukan dengan menggunakan skala dikotomi tidak tertimbang (*unweighted dichotomous scale*), di mana jika item setiap kategori pengungkapan modal intelektual diungkapkan dalam prospektus akan diberi nilai satu (1) dan nol (0) jika item tidak diungkapkan. Selanjutnya, skor dari setiap item dijumlahkan untuk memperoleh total skor pengungkapan untuk setiap perusahaan.

Rasio tingkat pengungkapan modal intelektual dari masing-masing perusahaan diperoleh dengan membagi total skor pengungkapan pada setiap perusahaan dengan total item dalam indek pengungkapan modal intelektual. Persentase pengungkapan modal intelektual dihitung dengan rumus berikut:

$$ICD = \frac{\sum_{ij} DItem}{\sum_{ij} ADItem}$$

Dimana:

ICD : Persentase pengungkapan modal intelektual perusahaan

DItem : Total skor pengungkapan modal intelektual pada prospektus perusahaan

ADItem : Total item dalam indeks pengungkapan modal intelektual

c. Retensi Kepemilikan

Retensi kepemilikan adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama. Dimana variabel ini diukur dengan menggunakan persentase antara penyertaan saham pemilik lama dengan jumlah saham yang ditempatkan dan disetor penuh setelah IPO (*Initial Public Offerings*). Pengukuran variabel ini sesuai dengan penelitian Downes dan Heinkel (1982), Mc Guinness (1992), Keasey dan Mc Guinness (1993) dan Keasey dan Short (1997) Singh dan Zahn (2008).

$$OR = (N - N_p - N_s) / N$$

Dimana:

OR : Retensi kepemilikan

N : Jumlah saham yang ditempatkan dan disetor penuh setelah IPO

N_p : Jumlah saham perdana yang ditawarkan saat IPO

N_s : Jumlah saham yang dijual oleh pemilik lama

d. Reputasi *Underwriter*

Dalam penelitian ini reputasi *underwriter* merupakan variabel dummy. Variabel ini diukur dengan memeringkat *underwriter*

berdasarkan pada besarnya nilai total IPO yang dijamin oleh *underwriter* yang dilakukan oleh *Research & Development* Divisi Bursa Efek Indonesia. *Underwriter* yang masuk dalam *Top 20 broker* dikategorikan sebagai penjamin emisi yang berkualitas dan diberi nilai 1, sedangkan perusahaan yang tidak menggunakan *underwriter* tersebut diberi nilai 0. Pengukuran variabel ini didasarkan pada penelitian Henny dan Payamta (2004) dan Sari (2011).

e. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah sebuah kondisi dimana manajer memiliki saham pada perusahaan yang dikelolanya atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemilik atau pemegang saham perusahaan. Dalam penelitian ini, kepemilikan manajerial merupakan variabel *dummy*. Jika dalam proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama terdapat kepemilikan saham oleh manajer maka diberi nilai 1 dan nilai 0 untuk yang lainnya. Pengukuran variabel ini mengacu pada penelitian Hartono (2006).

f. Kepemilikan Institusional

Dalam penelitian ini kepemilikan institusional merupakan variabel *dummy* yang diukur dengan kategori 1 untuk perusahaan yang terdapat institusi asing dalam proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama, dan 0 untuk yang lainnya. Pengukuran variabel ini mengacu pada penelitian Hartono (2006).

Teknik Analisis dan Pengujian Hipotesis

a. Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan uji regresi terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik, pengujian ini dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa penggunaan model regresi menghasilkan estimator linear yang tidak bias. Asumsi-asumsi tersebut adalah:

Pertama, data harus berdistribusi normal, kedua, tidak terjadi multikolinieritas. Ketiga, tidak ada heteroskedastisitas (adanya *variance* yang tidak konstan dan variabel pengganggu). Keempat, tidak terdapat autokorelasi (Gujarati, 2003).

b. Analisis Regresi dan Pengujian Hipotesis

Secara sistematis analisis regresi yang digunakan untuk menguji penelitian ini adalah dengan menggunakan regresi linear berganda dan regresi moderasian. Model pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model regresi sebagai berikut berikut:

1) Model regresi linier berganda untuk pengujian hipotesis 1, dan 2

$$ICD = \beta_0 + \beta_1 \text{OWNER_RET} + \beta_2 \text{UNDW} + e_1$$

2) Model regresi moderasian untuk pengujian hipotesis 3_a dan 3_b

$$ICD = \beta_0 + \beta_1 \text{OWNER_RET} + \beta_2 \text{UNDW} + \beta_3 \text{MG} + \beta_4 \text{OWNER_RET} * \text{MG} + \beta_5 \text{INST} + \beta_6 \text{OWNER_RET} * \text{INST} + e_2$$

3) Model regresi linier berganda untuk pengujian hipotesis 4

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 ICD + e_3$$

Dimana:

ICD : *Intellectual Capital Disclosure*

OWNER_RET : Proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (*Ownership Retention*),

UNDW : Reputasi *underwriter*,

MG : Kepemilikan manajerial,

INST : Kepemilikan institusional Asing,

OWNER_RET*MG: Interaksi antara *ownership retention* dengan Kepemilikan manajerial,

OWNER_RET*INST: Interaksi antara *ownership retention* dengan kepemilikan institusional asing,

PBV : Rasio antara harga saham pada penutupan hari pertama

di pasar sekunder dengan nilai buku per lembar saham, : *disturbance*.

$e_{1,2, \text{ dan } 3}$

Pengujian hipotesis dan kriteria pengujian dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Pengujian kelayakan model (uji-F)

Uji simultan dengan *F-test* bertujuan untuk Uji F digunakan untuk menguji layaknya model regresi yang diusulkan. Asumsi yang mendasari uji F adalah tolak model regresi jika hasil uji F lebih kecil atau sama dengan F tabel.

b. Pengujian koefisien regresi (uji-t)

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, dengan asumsi variabel lainnya konstan. Jika signifikansi < 0,05 berarti variabel tersebut signifikan pada tingkat 5% dan berarti variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen. Analisis dalam pengujian regresi adalah sebagai berikut:

Ho diterima dan Ha tidak diterima apabila signifikansi > 0,05.

Ho tidak diterima dan Ha diterima apabila signifikansi < 0,05.

PEMBAHASAN DAN HASIL

Untuk menjawab permasalahan tersebut maka berikut ini dijelaskan konsep teori dan penelitian terdahulu yang relevan. Berikut ini dijelaskan teori dan penelitian terdahulu sebagai dasar perumusan hipotesis penelitian.

Retensi Kepemilikan dan Pengungkapan Modal Intelektual.

Retensi kepemilikan adalah persentase kepemilikan yang masih dipertahankan oleh pemilik lama setelah penawaran umum saham perdana (Hartono, 2006; Widarjo, 2011a). Retensi kepemilikan merupakan sebuah sinyal yang ma-

hal dan sulit ditiru oleh perusahaan lain. Hal ini dikarenakan dengan mempertahankan kepemilikannya, maka pemilik lama akan menanggung biaya sinyal yang berupa kehilangan peluang untuk melakukan diversifikasi resiko pada portofolio pasar karena harus menanamkan dana yang besar pada perusahaan yang ditawarkan dan kehilangan kesempatan untuk melakukan diversifikasi portofolio pasar yang lebih menguntungkan. Sebagai kompensasi biaya sinyal yang besar, maka pemilik lama akan menuntut efisiensi perusahaan, oleh karena itu Leland dan Pyle (1977) memprediksi bahwa retensi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap resiko spesifik perusahaan. Selain itu pemilik lama juga akan melakukan tindakan untuk mengkomunikasikan informasi yang dimilikinya mengenai kualitas perusahaan. Salah satu media yang digunakan adalah melalui pengungkapan modal intelektual yang dituangkan dalam prospektus IPO.

Penelitian yang dilakukan oleh Singh dan Zahn (2008) pada perusahaan yang melakukan IPO di Singapura mendasarkan pemikiran bahwa kualitas IPO yang bagus (diproksikan dengan tingginya tingkat retensi kepemilikan) akan membuat perusahaan bersedia untuk memberikan pengungkapan modal intelektual yang lebih banyak untuk memperkuat nilai IPO (Sari, 2011). Hasil penelitian Singh dan Zahn membuktikan bahwa retensi kepemilikan memiliki hubungan positif terhadap pengungkapan modal intelektual. artinya semakin tinggi retensi kepemilikan maka semakin luas tingkat pengungkapan modal intelektual dalam prospektus perusahaan yang melakukan IPO. Penelitian Sari (2011) menunjukkan hasil yang sama dengan penelitian Singh dan Zahn. Berdasarkan teori dan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H₁: Retensi kepemilikan berpengaruh positif pada pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO.

Penjamin Emisi Saham (*Underwriter*) dan Pengungkapan Modal Intelektual.

Penjamin emisi (*underwriter*) memiliki peranan yang penting dalam proses IPO, karena *underwriter* bertugas untuk membantu perusahaan emiten dalam menyusun prospektus yang akan dipublikasikan. Hubungan antara *underwriter* dengan pengungkapan modal intelektual dapat dijelaskan melalui mekanisme perjanjian kontrak antara *issuer* dan *underwriter* terkait dengan penjualan saham. Dalam melakukan kontrak penjaminan, terdapat dua bentuk kontrak antara *issuer* dan *underwriter*, yaitu: 1) *best effort*, dan 2) *full commitment*. Ketika terjadi kontrak penjaminan dengan bentuk *full commitment*, maka *underwriter* bertanggung jawab sepenuhnya terhadap penjualan seluruh saham yang ditawarkan. Artinya jika ada saham yang tidak terjual, maka akan dibeli oleh *underwriter* selaku penjamin emisi saham (Sari 2011).

Secara empiris, Singh dan Zahn (2008) dan Sari (2011) telah membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi saham (*underwriter*) berpengaruh positif pada luas pengungkapan modal intelektual. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa kepentingan *underwriter* dalam proses IPO perusahaan tidak hanya sekedar menjaga reputasinya, tapi juga terkait keterjualan saham perusahaan mengingat resiko yang ditanggungnya dari kontrak perjanjian *full commitment*. Maka dari itu, hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H₂: Reputasi penjamin emisi saham (*underwriter*) berpengaruh positif pada pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO.

Pengaruh **Struktur Kepemilikan Dalam Hubungan Antara Retensi Kepemilikan dan Pengungkapan Modal Intelektual.**

Struktur kepemilikan saham yang dipertahankan oleh pemilik lama perusahaan yang melakukan IPO terdiri dari *insider ownership* dan *outsider ownership*. Manajer yang memiliki

saham perusahaan disebut sebagai *insider ownership*. Teori keagenan menggambarkan perusahaan sebagai titik temu hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajemen perusahaan sebagai agen. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan merupakan kontrak dimana satu atau lebih prinsipal menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang untuk membuat keputusan kepada pihak agen. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer akan mempengaruhi kinerja manajer dalam menjalankan operasi perusahaan dan akan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*).

Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan akan berusaha meningkatkan kinerja perusahaan, karena dengan meningkatnya laba perusahaan maka insentif yang diterima oleh manajer akan meningkat pula. Sebaliknya jika kepemilikan manajer turun, maka biaya keagenannya akan meningkat. Hal ini dikarenakan manajer akan melakukan tindakan yang tidak memberikan banyak manfaat bagi perusahaan, manajer akan cenderung untuk memanfaatkan sumber-sumber perusahaan untuk kepentingannya sendiri.

Penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan pengungkapan modal intelektual telah dilakukan oleh Bukh *et al.*, (2005). Dalam penelitiannya, Bukh *et al.* menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa manajer yang juga sebagai pemegang saham berusaha untuk mengkomunikasikan informasi privat yang dimilikinya kepada pihak eksternal melalui pengungkapan yang lebih luas dalam prospektus. Argumentasi yang mendasari manajer termotivasi untuk memperluas pengungkapan adalah adanya insentif yang akan diperoleh ketika saham perusahaan terjual dengan harga yang tinggi.

Struktur kepemilikan yang kedua adalah *outsider* yang dalam penelitian ini diproksikan dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan saham oleh institusi dapat mempengaruhi jalannya perusahaan dengan hak voting yang mereka miliki dalam proses pembuatan keputusan perusahaan. Selain itu institusi dapat menjadi alat monitoring terhadap kebijakan-kebijakan yang dibuat oleh perusahaan, karena institusi dianggap lebih berpengalaman dalam menjalankan operasi sebuah perusahaan dibandingkan dengan investor publik lainnya Hartono (2006).

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Hartono (2006) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dasar dari argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pound (1988) mengemukakan *The Efficient Monitoring Hypothesis*. Hipotesis ini mengungkapkan bahwa investor individual maupun *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah (minoritas) memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Dalam hal ini investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik itu jangka panjang (*dividen*), maupun jangka pendek (*abnormal return* saham). Peranan institusi yang cukup besar dalam proses pengambilan kebijakan perusahaan diduga dapat mendorong manajer perusahaan untuk melakukan pengungkapan modal intelektual yang lebih luas untuk menunjukkan kualitas dan prospek perusahaan di masa depan. Berdasarkan kajian teori dan hasil penelitian di atas, maka hipotesis ke tiga dalam penelitian ini adalah:

H_{3a} : Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara retensi kepemilikan

likan dengan pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO.

H_{3b} : Kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara retensi kepemilikan dengan pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO.

Dampak Pengungkapan Modal Intelektual Pada Nilai Pasar Perusahaan.

Penelitian ini tidak hanya menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan modal intelektual, tapi juga menguji dampak pengungkapan pada nilai pasar perusahaan. Hal ini dikarenakan dalam beberapa penelitian terdahulu terdapat bukti empiris yang menyatakan adanya pengaruh yang signifikan antara pengungkapan sukarela dan pengungkapan modal intelektual terhadap nilai perusahaan atau kapitalisasi pasar, walaupun bukan dalam konteks IPO. Hasil penelitian Healy dan Palepu (1993); Welker (1995); Botosan (1997); Healy *et al.* (1999) mengindikasikan bahwa pengungkapan modal intelektual yang makin tinggi akan memberikan informasi yang kredibel atau dapat dipercaya, dan akan mengurangi kesalahan investor dalam mengevaluasi harga saham perusahaan, sekaligus meningkatkan kapitalisasi pasar.

Abdolmohammadi (2005) membuktikan bahwa jumlah pengungkapan komponen modal intelektual dalam laporan keuangan tahunan berpengaruh signifikan terhadap nilai kapitalisasi pasar perusahaan. Artinya, perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak komponen modal intelektual dalam laporan tahunannya cenderung memiliki nilai kapitalisasi pasar yang lebih tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Sihotang dan Winata (2008) dengan mengambil sampel perusahaan publik di Indonesia yang berbasis teknologi, menemukan bukti bahwa ada kecenderungan peningkatan dalam pengungkapan modal intelektual selama periode pengamatan. Penelitian tersebut juga menemukan bukti bahwa terdapat hubungan positif antara tingkat pe-

ngungkapan modal intelektual dengan kapitalisasi pasar. Dalam konteks IPO, penelitian Widarjo (2011b) membuktikan secara empiris bahwa luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus berpengaruh positif dan signifikan pada nilai pasar perusahaan. Hipotesis ke empat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_4 : Pengungkapan modal intelektual dalam prospektus berpengaruh positif pada nilai pasar perusahaan setelah IPO.

Deskripsi Data

Berdasarkan data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada periode tahun 1999 sampai dengan tahun 2007 adalah 128 perusahaan. Setelah dilakukan pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling* diperoleh sampel penelitian sebanyak 30 perusahaan sampel. Hasil pengolahan data statistik deskriptif disajikan dalam tabel berikut ini.

Tabel 1

Deskripsi Data

Variabel	Mean	Maximum	Minimum	Standar Deviasi
ICD	0,3583	0,5600	0,1800	0,0950
OWNER_RET	0,7769	0,93	0,55	0,0835
UNDW	0,6333	1,00	0,00	0,4901
MG	0,5667	1,00	0,00	0,5040
INST	0,3667	1,00	0,00	0,4901
PBV	3,9657	23,00	1,23	4,3159

Sumber: data yang diolah

Hasil analisis data dengan statistik deskriptif pada tabel 1 menunjukkan nilai rata-rata, minimum, maksimum, dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian dimana untuk variabel pengungkapan modal intelektual (ICD) memiliki nilai rata-rata (Mean) sebesar 0,3585 dan nilai maksimumnya adalah 0,56. Hasil ini menunjukkan bahwa rerata tingkat pengungkapan IC yang dilakukan oleh perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia tergolong rendah. Namun demikian jika dibandingkan dengan praktik pengungkapan di Negara

berkembang lainnya, misalnya perusahaan di Malaysia yaitu sebesar 34,99% (Rashid, *et al.*, 2012), maka dapat dikatakan bahwa tingkat pengungkapan di Indonesia lebih tinggi.

Nilai rata-rata variabel retensi kepemilikan (OWNER_RET) dalam penelitian ini adalah sebesar 0,7769, dengan nilai maksimum sebesar 0,93, dan nilai minimumnya sebesar 0,55. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama pada waktu IPO tergolong tinggi karena diatas 70%. Pernyataan ini didasarkan penelitian Keasy dan Short (1997) yang membagi tingkat retensi kepemilikan ke dalam dua kategori, yaitu >70% (tinggi) dan <70% (rendah).

Variabel *price to book value* (PBV) memiliki nilai maksimum 23,00, dengan nilai minimum sebesar 1,23 dan nilai rata-ratanya sebesar 3,9657. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai variabel ini masih sangat variatif, dan terlihat sangat mencolok perbedaannya antara batas minimum dan maksimumnya. Hal ini dikarenakan adanya perbedaan yang cukup signifikan antara nilai nominal saham yang diterbitkan dengan nilai pasar perusahaan dari beberapa sampel perusahaan dalam penelitian ini, sehingga menyebabkan standar deviasi dari variabel ini cukup tinggi yaitu 4,3159.

Pengujian Hipotesis 1 dan 2

Tabel 2
Hasil Pengujian Hipotesis 1 dan 2

Variabel	Koefisien	t-statistik	P-Value
Konstanta	-0,017	-0,118	0,907
OWNER_RET	0,429	2,309	0,029
UNDW	0,066	2,095	0,046
F _{statistik}	6,193		
Probabilitas F _{statistik}	0,006		
Adjusted R-Square	0,264		
N	30		

Sumber: data yang diolah

Tabel 2 menunjukkan bahwa berdasarkan hasil analisis regresi berganda, variabel retensi kepemilikan dan reputasi *underwriter* memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel pengungkapan modal intelektual. Hal ini terlihat dari nilai *p-value* dari variabel retensi kepemilikan sebesar 0,029 dan nilai *p-value* variabel reputasi *underwriter* sebesar 0,046. Nilai F-statistik sebesar 6,193 dengan signifikansi sebesar 0,006 menunjukkan bahwa model regresi cocok (*fit*) dengan data penelitian dan dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

Berdasarkan analisis tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama dalam penelitian ini diterima. Artinya semakin tinggi tingkat retensi kepemilikan saham yang dipertahankan oleh pemilik lama pada waktu penawaran umum saham perdana (IPO) maka semakin tinggi tingkat pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Singh dan Zahn (2008) dan Sari (2011) yang menunjukkan bahwa pemilik lama memiliki kepentingan dan peran yang penting terkait kesuksesan IPO perusahaan. Hal ini disebabkan karena pemilik lama akan memperoleh return yang tinggi ketika harga saham yang ditawarkan diapresiasi tinggi oleh pasar (investor), begitu pula sebaliknya jika harga saham tidak dinilai tinggi oleh pasar, maka pemilik lama akan menanggung kerugian dengan mempertahankan kepemilikannya pada perusahaan tersebut. Karena dengan mempertahankan kepemilikannya, pemilik lama akan kehilangan kesempatan untuk melakukan diversifikasi resiko dan berinvestasi pada portofolio saham perusahaan lain yang lebih menguntungkan. Oleh karena itu pemilik lama akan berusaha memberikan sinyal positif tentang kualitas perusahaan dengan memperluas pengungkapan modal intelektual.

Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa variabel reputasi *underwriter* berpengaruh positif pada pengungkapan modal intelektual dalam

prospektus IPO. Artinya semakin tinggi reputasi penjamin emisi saham (underwriter) maka semakin tinggi tingkat pengungkapan modal intelektual yang tuangkan dalam prospektus perusahaan. Dalam konteks IPO, penjamin emisi saham juga memiliki kepentingan dan peran yang sama pentingnya dengan pemilik lama perusahaan. Karena penjamin emisi saham juga menanggung resiko atas keterjualan saham dari komitmen penuh (*full commitment*) yang dijaminnya. Dengan begitu, penjamin emisi akan berusaha semaksimal mungkin memberikan informasi terkait kualitas dan prospek masa depan perusahaan kepada calon investor agar bersedia membeli saham dan mengapresiasinya dengan harga yang tinggi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sing dan Zahn (2008) dan Sari (2011).

Pengujian Hipotesis 3_a dan 3_b

Tabel 3

Hasil Pengujian Hipotesis 3_a dan 3_b

Variabel	Koefisien	t-statistik	P-Value
Konstanta	0,282	1,271	0,216
OWNER_RET	0,019	0,064	0,949
UNDW	0,061	1,794	0,086
MG	-0,495	-1,654	0,112
INTERAKSI_1	0,662	1,716	0,100
INST	-0,084	-0,236	0,816
INTERAKSI_2	0,124	0,277	0,784
F _{statistik}	2,848		
Probabilitas F _{statistik}	0,032		
Adjusted R-Square	0,277		
N	30		

Sumber: data yang diolah

Hasil pengujian hipotesis ke tiga dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan instiusional asing tidak berpengaruh pada pengungkapan modal intelektual. Dari hasil uji interaksi antara variabel retensi kepemilikan dan kepemilikan manajerial (INTERAKSI_1), diperoleh nilai *p-value* sebesar 0,100, sedangkan variabel INTERAKSI_2 nilai *p-valuenya* sebesar 0,784. Berdasarkan hasil analisis statistic tersebut, maka hipotesis ke tiga dalam penelitian tidak diterima.

Akan tetapi dalam tingkat alpha 10% dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial memperkuat hubungan antrara retensi kepemilikan dan pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO. Artinya semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam persusahaan, maka pengaruh retensi kepemilikan pada pengungkapan modal intelektual akan semakin tinggi. Walaupun pengaruh moderasi variabel ini belum begitu kuat, akan tetapi dapat memberikan gambaran bahwa, ketika pihak manajemen perusahaan memiliki saham perusahaan, maka dia juga memiliki kepentingan yang sama dengan pemilik lama dan penjamin emisi saham. Oleh karena itu, manajemen perusahaan akan memberikan dukungan penuh terkait kebijakan yang diambil oleh pemilik lama dan penjamin emisi saham terrkait pengungkapan kualitas dan prospek perusahaan melalui pengungkapan modal intelektual.

Pengujian Hipotesis 4

Tabel 4

Hasil Pengujian Hipotesis 4

Variabel	Koefisien	t-statistik	P-Value
Konstanta	1,493	0,475	0,638
ICD	6,901	0,813	0,423
F _{statistik}	0,661		
Probabilitas F _{statistik}	0,423		
R-Square	0,023		
N	30		

Sumber: data yang diolah

Pengujian hipotesis ke empat dalam penelitian ini menunjukkan hasil bahwa variabel pengungkapan modal intelektual (ICD) tidak berpengaruh signifikan pada nilai pasar perusahaan (PBV). Hal ini dikarenakan nilai p-value variabel ICD sebesar 0,423 lebih besar jika dibandingkan dengan tingkat alpha 0,05. Artinya hipotesis ke empat dalam penelitian ini tidak diterima. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Abdolmohammadi (2005) dan Widarjo (2011). Perbedaan hasil penelitian ini kemungkinan disebabkan karena perbedaan sampel penelitian dan pengukuran variabel nilai pasar per-

sahaan. Dimana dalam penelitian Abdolmohammadi (2005) dan Widarjo (2011b) menggunakan harga saham dikalikan dengan jumlah saham yang beredar sebagai ukuran dari nilai pasar perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Kesimpulan yang dapat ditarik berdasarkan hasil pengujian hipotesis diatas adalah sebagai berikut: 1) retensi kepemilikan saham oleh pemilik lama dan reputasi *underwriter* berpengaruh positif pada pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO, 2) kepemilikan manajerial dan institusional tidak memoderasi hubungan antara retensi kepemilikan dengan pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO, 3) pengungkapan modal intelektual dalam prospectus IPO tidak berpengaruh signifikan pada nilai pasar perusahaan setelah IPO.

Saran

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah dengan menambahkan jumlah sampel penelitian, yaitu dengan memperpanjang periode pengamatan, menambahkan variabel control ke dalam model penelitian misalnya umur perusahaan atau ukuran perusahaan. Penelitian yang akan datang juga dapat membandingkan tingkat pengungkapan modal intelektual antar industri (perbankan dengan manufaktur) atau bisa juga antara Indonesia dengan Negara berkembang lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdolmohammadi, M. J. 2005, Intellectual Capital Disclosure and Market Capitalization, *Journal of Intellectual Capital* 6 (3): 397-416.
- Agnes, U.W. 2008. Sebuah Tinjauan Akuntansi Atas Pengukuran dan Pelaporan *Knowledge*. Paper dipresentasikan pada acara
- The 2nd National Conference UKWMS*. Surabaya.
- Aggarwal, R., T. Hiraki and R. P. Rao. 1992. Price/Book Value Ratios and Equity Return on the Tokyo Stock Exchange: Empirical Evidence of an Anomalous Regularity. *The Financial Review* 27 (4): 589-605.
- Baesso, G. dan K. Kumar. 2007. Drivers of Corporate Voluntary Disclosure: a Framework and Empirical Evidence From Italy and the United States. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 20 (2): 269-296.
- Barros, L. A and A. D. M. Silveira. 2007. Overconfidence Managerial Optimisme and The Diterminant of Capital Stucture. Available on line at www.ssrn.com.
- Botosan, C. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *Accounting Review* 72 (3): 323-350.
- Bukh, P. N., C. Nielsen, P. Gormsen, and J. Mouritsen. 2005. Disclosure on Information Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. 18 (6): 713-732.
- Diamond, D. and Verrecchia, R. 1991. Disclosure, Liquidity and The Cost of Capital. *Journal of Finance* 46(4): 1325-1359.
- Downes, D. H and R. Heinkel. 1982. Signalling and the Valuation of Unseasoned New Issues. *The Journal of Finance*. 37 (1): 1-10.
- Firer, S. and S. M. Williams. 2003. Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4 (3), 348-360.
- Gujarati, D. (2003), *Basic Econometrics*, Four Edition, New York: McGraw-Hill.
- Hartono. 2006. Analisis Retensi Kepemilikan Pada Penerbitan Saham Perdana Sebagai Sinyal Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Manajemen* 6 (2): 141-162.

- Healy, P. M., and K. G. Palepu, (1993), The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons* 7 (1): 1-11.
- _____, A. P. Hutton, and K. G. Palepu, (1999), Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, *Contemporary Accounting Research* 16 (3): 485-520.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2007. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 19*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Keasey, K dan P, McGuinness. 1992. An Empirical Investigation of the Role of Signalling in the Valuation of Unseasoned Equity Issues. *Journal Accounting and Business Research*. 22: 133-142.
- Keasey, K., dan H. Short. 1997. Equity Retention and Initial Public Offering: The Influence of Signalling and Entrenchment Effect. *Applied Financial Economic*. 7: 75-85.
- Leland, H. E dan D. H. Pyle. 1977. "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *The Journal of Finance*, 32 (2): 371-387.
- McGuinness, P. 1993. The Market Valuation of Initial Public Offerings in Hong Kong. *Applied Financial Economics*, 3: 267-281.
- Pound, J. 1988. Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight." *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.
- Purnomosidhi, B. 2006. Praktik Pengungkapan Modal Intelektual pada Perusahaan Publik di BEJ. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 9 (1): 1-20.
- Sari, R. Y. H. K. 2011. Pengaruh *Ownership Retention*, Reputasi *Underwriter*, Umur, dan Komisaris Independen Terhadap Pengungkapan *Intellectual Capital* Dalam Prospektus IPO Dengan *Proprietary Cost* Sebagai Variabel Pemoderasi. *Tesis tidak dipublikasikan*. Universitas Sebelas Maret.
- Sihotang, P. and A. Winata, (2008), The Intellectual Capital Disclosures Of Technology Driven Companies: Evidence From Indonesia, *International Journal Learning and Intellectual Capital* 5 (1): 63-82.
- Singh, I. and J-L.W. M. Zahn. 2008. Determinants of Intellectual Capital Disclosure in prospectuses of Initial public Offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5): 409-431.
- Sir, J. B. Subroto dan G. Chandrarin. 2010. Intellectual Capital and Abnormal Return Saham (Studi Peristiwa pada Perusahaan Publik di Indonesia). *Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto: 13-14 Oktober.
- Solikhah, B., A. Rohman dan W. Meiranto. 2010. Implikasi Intellectual Capital Terhadap Financial Performance, Growth, dan Market Value: Studi Empiris Dengan Pendekatan Simplistic Specification. *Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto: 13-14 Oktober.
- Welker, M. (1995). 'Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets', *Contemporary Accounting Research* 11: 801-828.
- Widarjo, W. 2011a. Moderasi Kepemilikan Instiusional Asing Dalam Hubungan Antara Ownership Retention dan Initial Market Value. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* 9 (2): 130-140.

- _____ 2011b. Pengaruh Modal Intelektual dan Pengungkapan Modal Intelektual Pada Nilai Perusahaan Yang Melakukan *Initial Public Offering*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 8 (2): 157–170.
- Williams, S. M. 2001. Is Intellectual Capital Performance and Disclosure Practices Related?, *Journal of Intellectual Capital* 2 (3): 192–203.
- Yuniasih, N. W., D. G. Wirama dan I. D. N. Badera. 2010. Eksplorasi Kinerja Pasar Perusahaan: Kajian Berdasarkan Modal Intelektual (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Paper dipresentasikan pada acara *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto: 13-14 Oktober.
- Yusuf dan Sawitri. 2009. Modal Intelektual dan Market Performance Perusahaan-perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Proceeding PESAT 3* (Oktober) B49-B55.