

## BAB IV

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini menyajikan hasil penelitian dan pembahasan tentang hasil penelitian. Bagian awal bab ini menjelaskan tentang hasil penyusunan indeks pengungkapan IC. Bagian kedua menjelaskan deskripsi data dan statistik deskriptif variabel-variabel penelitian. Bagian ketiga menyajikan hasil pengujian hipotesis penelitian dan pembahasan.

#### A. Hasil Penyusunan Indeks Pengungkapan IC

Sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, bahwa proses penyusunan indeks pengungkapan modal intelektual dalam penelitian ini dilakukan melalui beberapa tahapan. Pada tahap penelusuran dan identifikasi indeks pengungkapan IC dari penelitian terdahulu (Bukh *et al.*, 2005; Singh dan Van der Zahn, 2008; Rashid *et al.*, 2012; Branswijck dan Everaert, 2012), peneliti menemukan bahwa indeks pengungkapan IC terbagi menjadi enam kategori dengan 94 item pengungkapan, yaitu: 1) sumber daya manusia (terdiri dari 31 item), 2) pelanggan (terdiri dari 20 item, 3) teknologi informasi (terdiri dari 6 item), 4) proses (terdiri dari 9 item), 5) riset dan pengembangan (terdiri dari 9 item), dan 6) pernyataan strategi (terdiri dari 19 item).

Pada tahap evaluasi indeks, hasil perbandingan antara indeks yang dikembangkan oleh peneliti terdahulu dengan regulasi di Indonesia menunjukkan bahwa terdapat beberapa item pengungkapan yang sudah diwajibkan, sehingga dilakukan eliminasi terhadap item-item tersebut. Pada

kategori sumber daya manusia, terdapat satu item yang dieliminasi, yaitu deskripsi tentang pensiun karyawan. Pengeliminasian item tersebut didasarkan pada pertimbangan bahwa informasi tentang pensiun sudah diwajibkan dalam PSAK No. 18 tentang akuntansi dana pensiun. Selanjutnya, pada kategori riset dan pengembangan dilakukan eliminasi pada item-item berikut: 1) deskripsi tentang pengeluaran atau biaya riset dan pengembangan, 2) rincian paten yang dimiliki oleh perusahaan, 3) jumlah paten dan perijinan, dan 4) informasi mengenai paten yang masih dalam proses atau tertunda. Hal itu dikarenakan item-item tersebut sudah diwajibkan pada PSAK No. 19 tentang aset takberwujud. Pada kategori pernyataan strategi, terdapat dua item yang dieliminasi, yaitu pernyataan tentang pencitraan dan merk, dan deskripsi tentang akuisisi bisnis. Hal ini dikarenakan item-item tersebut sudah diwajibkan pada PSAK No. 19 tentang aset takberwujud dan PSAK No. 22 tentang akuntansi penggabungan usaha.

Hasil validasi indeks pengungkapan melalui wawancara dan diskusi dengan pakar dan praktisi (daftar nama narasumber dapat dilihat di Lampiran 5) menunjukkan bahwa kategori dan item-item yang ada dalam indeks pengungkapan memang sudah mencerminkan dimensi dan elemen modal intelektual. Selain itu, kategori dan item pengungkapan juga penting untuk diungkapkan dalam prospektus IPO. Hasil tersebut didasarkan pada tanggapan responden pada saat wawancara terkait penting dan tidaknya item-item modal intelektual untuk diungkapkan dalam prospektus IPO. Meskipun tidak semua responden menyatakan bahwa semua item modal intelektual penting untuk

diungkapkan, namun secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa item-item yang ada dalam indeks pengungkapan IC perlu dan penting untuk diungkapkan. Hal tersebut dikarenakan dapat membantu *stakeholder* dalam proses pengambilan keputusan. Sebagai contoh, pada kategori sumber daya manusia, misalnya item perincian karyawan berdasarkan usia, ada yang mengatakan sangat penting dan ada juga yang mengatakan cukup penting untuk diungkapkan. Contoh lain adalah pada kategori pelanggan. Misalnya pada item diskripsi tentang nama klien atau pelanggan, ada responden yang menyatakan sangat penting dan ada juga yang menyatakan sedikit penting. Setelah ditelusuri lebih mendalam, salah satu alasan responden yang menyatakan bahwa informasi tersebut sedikit penting adalah kekhawatiran informasi tersebut diketahui oleh pesaing.

Pada tahap pengujian reliabilitas indeks, hasil pengujian reliabilitas *intercoder* menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara hasil *check list* yang dilakukan oleh peneliti dengan tiga peneliti lain (daftar nama dapat dilihat di lampiran 5). Berikut ini disajikan tabel hasil uji beda antara peneliti dengan tiga peneliti yang lain (peneliti pembanding).

**Tabel 4.1**  
**Hasil Uji Beda (*Independent Samples Test*)**

Sampel	PER ITEM		
	Pembandingan 1 <i>Sig. (2-tailed)</i>	Pembandingan 2 <i>Sig. (2-tailed)</i>	Pembandingan 3 <i>Sig. (2-tailed)</i>
Sampel 1	1.000	1.000	1.000
Sampel 2	1.000	0.851	0.851
Sampel 3	1.000	1.000	0.870
Sampel 4	0.880	1.000	0.880
Sampel 5	1.000	1.000	1.000
Sampel 6	1.000	0.863	1.000
Sampel 7	1.000	0.871	0.872
Sampel 8	0.875	1.000	1.000
Sampel 9	0.880	0.880	0.762
Sampel 10	1.000	0.879	0.878
Sampel 11	1.000	0.872	1.000
Sampel 12	0.880	0.880	1.000
Sampel 13	1.000	1.000	1.000
Sampel 14	0.879	1.000	0.879
Sampel 15	1.000	0.758	1.000

Sumber: Hasil pengolahan data

**Tabel 4.2**  
**Hasil Uji Beda (*Independent Samples Test*)**

Sampel	PER KATEGORI		
	Pembandingan 1 <i>Sig. (2-tailed)</i>	Pembandingan 2 <i>Sig. (2-tailed)</i>	Pembandingan 3 <i>Sig. (2-tailed)</i>
Sampel 1	0.993	0.983	0.953
Sampel 2	0.973	0.927	0.812
Sampel 3	0.951	0.933	0.945
Sampel 4	0.958	1.000	0.977
Sampel 5	1.000	1.000	0.814
Sampel 6	1.000	0.935	1.000
Sampel 7	1.000	0.946	0.971
Sampel 8	0.971	1.000	1.000
Sampel 9	0.964	0.964	0.911
Sampel 10	0.995	0.974	0.913
Sampel 11	0.836	0.969	0.884
Sampel 12	0.972	0.955	0.995
Sampel 13	0.973	0.797	0.798
Sampel 14	0.947	0.987	0.960
Sampel 15	0.815	0.905	0.976

Sumber: Hasil pengolahan data

Hasil uji beda analisis tingkat pengungkapan IC antara peneliti dengan tiga peneliti lain pada Tabel 4.1 dan Tabel 4.2 menunjukkan bahwa dari lima

belas sampel yang diuji, tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan dalam hal kategori pengungkapan maupun item pengungkapan. Hasil tersebut juga konsisten dengan hasil pengujian menggunakan metode uji beda *paired samples t-test* dan *analysis of variance* (lihat lampiran 5). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa tidak ada perbedaan persepsi antara peneliti dengan peneliti pembanding tentang kategori dan item pada indeks pengungkapan yang dikembangkan.

Lebih lanjut, hasil pengujian reliabilitas *intracoder* menunjukkan kesesuaian dengan hasil pengujian realibilitas *intercoder*. Meskipun terdapat beberapa pengujian antar perusahaan yang hasilnya berbeda (khususnya pengujian per item pengungkapan), namun relatif sedikit jumlahnya. Selain itu, hasil pengujian per kategori pengungkapan menunjukkan hampir semua sampel konsisten tidak ada perbedaan yang signifikan antara *check list* yang dilakukan oleh peneliti pada sampel prospektus perusahaan. Berikut ini disajikan tabel hasil uji reliabilitas *intracoder* pada 14 sampel perbandingan.

**Tabel 4.3**  
**Hasil Uji Beda (*Independent Samples Test*)**

Sampel	Per Item	Per Kategori
	<i>Sig. (2-tailed)</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>
Sampel 1	0.282	0.500
Sampel 2	0.081	0.450
Sampel 3	0.005	0.133
Sampel 4	0.047	0.555
Sampel 5	0.102	0.197
Sampel 6	0.317	0.883
Sampel 7	0.632	0.794
Sampel 8	0.065	0.041
Sampel 9	0.362	0.367
Sampel 10	0.159	0.302
Sampel 11	0.030	0.339

**Tabel 4.3**  
**Lanjutan**

Sampel	Per Item	Per Kategori
	<i>Sig. (2-tailed)</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>
Sampel 12	0.448	0.196
Sampel 13	0.879	0.702
Sampel 14	0.539	0.452
Sampel 15	0.169	0.852

Sumber: Hasil pengolahan data

Hasil pengujian pada Tabel 4.3 mengindikasikan adanya konsistensi aplikasi indeks pada media yang dianalisis. Berdasarkan hasil pengujian reliabilitas, dapat disimpulkan bahwa indeks pengungkapan IC yang dikembangkan oleh peneliti reliabel dan dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

Setelah melalui beberapa tahapan dalam penyusunan indeks, diperoleh seperangkat indeks pengungkapan modal intelektual yang terdiri dari enam kategori dan terbagi menjadi 86 item berikut ini.

1. Sumber daya manusia (30 item).
2. Pelanggan (19 item).
3. Teknologi Informasi (6 item).
4. Proses (9 item).
5. Penelitian dan Pengembangan (5 item).
6. Strategi (17 item).

## **B. Deskripsi Data dan Variabel Penelitian**

Berdasarkan data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia diketahui bahwa perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2014 sejumlah 290 perusahaan. Setelah

dilakukan pemilihan sampel berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka diperoleh sampel sejumlah 202 perusahaan. Adanya sejumlah perusahaan yang tidak memenuhi kriteria sampel disebabkan tidak tersedianya data (dalam hal ini adalah prospektus) dan tidak lengkapnya data yang terkait dengan variabel penelitian. Sebagai contoh, data prospektus IPO perusahaan yang diperoleh dari bursa efek Indonesia sebagian ada yang berupa pindaian (*scan*) dari dokumen asli (dalam bentuk buku), khususnya pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2010, sehingga ada beberapa halaman yang tidak lengkap. Padahal, pada bagian tersebut berisi informasi yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Gambaran tentang jumlah dan rincian sampel penelitian disajikan pada Tabel 4.4 dan 4.5 berikut ini.

**Tabel 4.4**  
**Jumlah Sampel Penelitian**

No.	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia tahun 2000 sd. 2014	290
2	Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria sampel penelitian	88
3	Perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian	202

Sumber: *Idx fact book* tahun 2000 – 2015 yang diolah.

**Tabel 4.5**  
**Rincian Sampel Penelitian Berdasarkan Tahun**

Tahun	Jumlah Perusahaan yang IPO	Tidak Memenuhi Kriteria	Memenuhi Kriteria
2000	21	7	14
2001	31	8	23
2002	22	6	16
2003	6	1	5
2004	12	2	10

**Tabel 4.5**  
**Lanjutan**

<b>Tahun</b>	<b>Jumlah Perusahaan yang IPO</b>	<b>Tidak Memenuhi Kriteria</b>	<b>Memenuhi Kriteria</b>
2005	8	2	6
2006	12	2	10
2007	22	9	13
2008	19	5	14
2009	13	7	6
2010	23	9	14
2011	25	9	16
2012	22	6	16
2013	31	9	22
2014	23	6	17
<b>Jumlah</b>	<b>290</b>	<b>88</b>	<b>202</b>

Sumber: *Idx fact book* tahun 2000 – 2015 yang diolah.

Tabel 4.5 menunjukkan nilai tengah (median) dari jumlah perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia adalah 22 perusahaan. Jumlah perusahaan yang melakukan IPO terbanyak adalah pada tahun 2001 dan 2013, yaitu 31 perusahaan, sedangkan yang paling sedikit adalah pada tahun 2003, yaitu sejumlah 6 perusahaan. Data juga menunjukkan bahwa pada periode lima tahun terakhir jumlah perusahaan yang IPO relatif meningkat (sejumlah 124 perusahaan) jika dibandingkan pada periode sebelumnya. Kondisi tersebut menunjukkan minat perusahaan untuk melakukan IPO meningkat.

Hasil pengolahan data dengan statistik deskriptif dari variabel penelitian disajikan pada Tabel 4.6 berikut ini.

**Tabel 4.6**  
**Hasil Pengolahan Statistik Deskriptif**

Variabel Penelitian	Jumlah Observasi	Minimal	Maksimal	Rata-Rata	Standar Deviasi
UNDP	202	-0,900	3,060	0,328	0,497
PMI	202	0,200	0,600	0,413	0,092
RET_KEP	202	0,480	0,960	0,750	0,100
REP_PPE_VOL	202	0,125	10,000	1,777	2,384
REP_PPE_VALUE	202	0,125	10,000	1,191	1,952
REP_PPE_FREQ	202	0,125	10,000	1,374	2,175
PP_PPE	202	0,360	1,000	0,865	0,164
Industri	202	0,000	1,000	0,227	0,420
Ukuran	202	12	31.971	1.700	4.202
ROE	202	-1,820	6,360	0,161	0,520
Afiliasi	202	0,000	1,000	0,178	0,383
Lev	202	0,010	1,350	0,389	0,323
Auditor	202	0,000	1,000	0,376	0,485
Umur	202	431	32.970	6.606	4.908
Konsentrasi_Kep	202	0,000	1,000	0,663	0,473

Keterangan: UNDP= *Underpricing*; PMI= Pengungkapan modal intelektual; RET\_KEP= Retensi kepemilikan; REP\_PPE\_VOL= Reputasi penjamin pelaksana emisi berdasarkan volume perdagangan; REP\_PPE\_VALUE= Reputasi penjamin pelaksana emisi berdasarkan nilai perdagangan; REP\_PPE\_FREQ= Reputasi penjamin pelaksana emisi berdasarkan frekuensi perdagangan; PP\_PPE= Porsi penjaminan; Industri= Tipe industri; Ukuran= Ukuran perusahaan; ROE= *Return on Equity*; Afiliasi= Afiliasi antara penjamin pelaksana emisi efek dengan perusahaan; Lev= *Leverage*; Auditor= Kualitas auditor; Umur= Umur perusahaan; Konsentrasi\_Kep= Konsentrasi kepemilikan.

Hasil pengolahan data penelitian dengan alat uji statistik deskriptif menunjukkan nilai rata-rata variabel *underpricing* sebesar 32,8% dengan nilai minimal -9% dan maksimal 306%. Perusahaan yang memiliki tingkat *underpricing* terendah adalah PT. Logindo Samudramakmur, Tbk., sedangkan perusahaan yang memiliki tingkat *underpricing* tertinggi adalah PT. Tanjung Bangunsemesta, Tbk. Terdapat beberapa kemungkinan yang menyebabkan tingkat *underpricing* PT. Logindo Samudramakmur negatif (*overprice*), salah satunya adalah kondisi perekonomian yang relatif baik dan meningkatnya minat investasi dari masyarakat. Hal tersebut terlihat dari meningkatnya jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun tersebut (tahun 2013),

yaitu 31 perusahaan. Apabila ditinjau dari strategi IPO perusahaan, salah satu faktor yang menjadi pertimbangan adalah *market timing*, yaitu waktu yang paling tepat bagi perusahaan untuk menawarkan sahamnya ke publik (Hartono, 2008). Argumen tersebut didukung oleh data dari perusahaan sampel yang menunjukkan rata-rata tingkat *underpricing* perusahaan pada tahun 2013 relatif rendah, yaitu 16%.

Kondisi pada tahun 2013 tersebut berkebalikan dengan kondisi pada tahun 2000, dalam hal ini kondisi perekonomian Indonesia belum stabil, karena masih dalam masa pemulihan pasca krisis ekonomi global pada tahun 1997/1998 serta pergantian presiden yang mengakibatkan suhu politik di Indonesia belum stabil. Kondisi perekonomian dan politik tersebut sangat memungkinkan untuk mempengaruhi minat investasi di Indonesia. Argumen tersebut didukung oleh data dari perusahaan sampel yang menunjukkan rata-rata *underpricing* pada tahun 2000 sebesar 58%.

Secara keseluruhan, apabila hasil ini dibandingkan dengan hasil riset yang dilakukan di Malaysia dan Singapura, maka dapat dikatakan bahwa rata-rata tingkat *underpricing* di Indonesia relatif lebih tinggi. Pernyataan tersebut didasarkan pada hasil penelitian Too *et al.* (2015) di Malaysia dan Singh dan Van der Zahn (2007) di Singapura yang menunjukkan rata-rata tingkat *underpricing* sebesar 23% dan 27%. Apabila diperbandingkan pada periode yang sama, hasil perbandingan juga menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* di Indonesia lebih tinggi. Pada tahun 2000 sd. 2004 riset Singh dan Van der Zahn (2008) di Singapura menunjukkan tingkat *underpricing* sebesar 24%,

sedangkan tingkat *underpricing* pada riset ini sebesar 54%. Tingkat *underpricing* di Malaysia tahun 2002 sd. 2008 sebesar 23%, sedangkan tingkat *underpricing* dalam penelitian ini pada periode yang sama adalah 29%.

Tingkat *underpricing* yang tinggi merupakan representasi dari biaya yang ditanggung oleh pemilik perusahaan pada saat IPO. Ketidakmampuan perusahaan dalam mengurangi tingkat asimetri informasi dengan investor potensial serta tidak efektifnya mekanisme pesinyalan kualitas dan prospek perusahaan yang disampaikan pada saat IPO kemungkinan merupakan penyebab tingginya tingkat *underpricing* di Indonesia. *Underpricing* merupakan representasi dari transfer kekayaan dari pemegang saham perusahaan (pemilik lama) kepada investor, atau biasa disebut dengan istilah “*money left on the table*” (Ritter, 2015).

*Money left on the table* dapat dihitung dengan rumus selisih antara harga saham penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga penawaran dikalikan jumlah saham yang ditawarkan pada saat IPO. Sebagai contoh, PT. Bank Agris yang melakukan IPO pada tahun 2014. Bank Agris menjual saham baru sejumlah 900.000.000 lembar dengan harga penawaran Rp. 110. Harga saham penutupan hari pertama di pasar sekunder Rp. 187, maka jumlah *money left on the table* adalah Rp. 69.300.000.000 [(Rp. 187 – Rp. 110) x 900.000.000], sedangkan dana yang diterima dari hasil penjualan saham perdana adalah Rp. 99.000.000.000. Berdasarkan perhitungan tersebut, maka jumlah uang yang ditransfer dari pemilik Bank Agris kepada investor adalah 70% (69.300.000.000 ÷ 99.000.000.000) dari

jumlah dana yang diterima dari penjualan saham perdana. Berikut ini disajikan tabel hasil analisis data *money left on the table* perusahaan sampel.

**Tabel 4.7**  
**Deskripsi *Money Left on the Table* Perusahaan**

Tahun	Minimal	Maksimal	Rata-rata
2000	-2.500.000.000	30.600.000.000	14.666.075.000
2001	-11.937.500.000	141.375.000.000	21.016.304.348
2002	-7.000.000.000	18.750.000.000	6.706.562.500
2003	0	700.000.000.000	252.895.950.000
2004	0	37.500.000.000	8.262.120.000
2005	-3.250.000.000	428.250.000.000	78.868.333.333
2006	2.160.000.000	350.000.000.000	91.422.296.500
2007	7.500.000.000	1.265.516.000.000	254.991.583.846
2008	-20.097.016.500	7.017.778.530.000	570.641.216.679
2009	-173.375.000.000	105.810.530.000	3.301.755.000
2010	-22.500.000.000	727.221.750.000	162.471.498.393
2011	-72.000.000.000	474.489.000.000	57.205.242.031
2012	1.500.000.000	810.000.000.000	125.100.466.563
2013	-319.978.560.000	180.000.000.000	18.760.212.045
2014	-18.000.000.000	1.220.000.000.000	132.624.535.706
	Rata-rata		119.928.943.463

Sumber: Hasil pengolahan data.

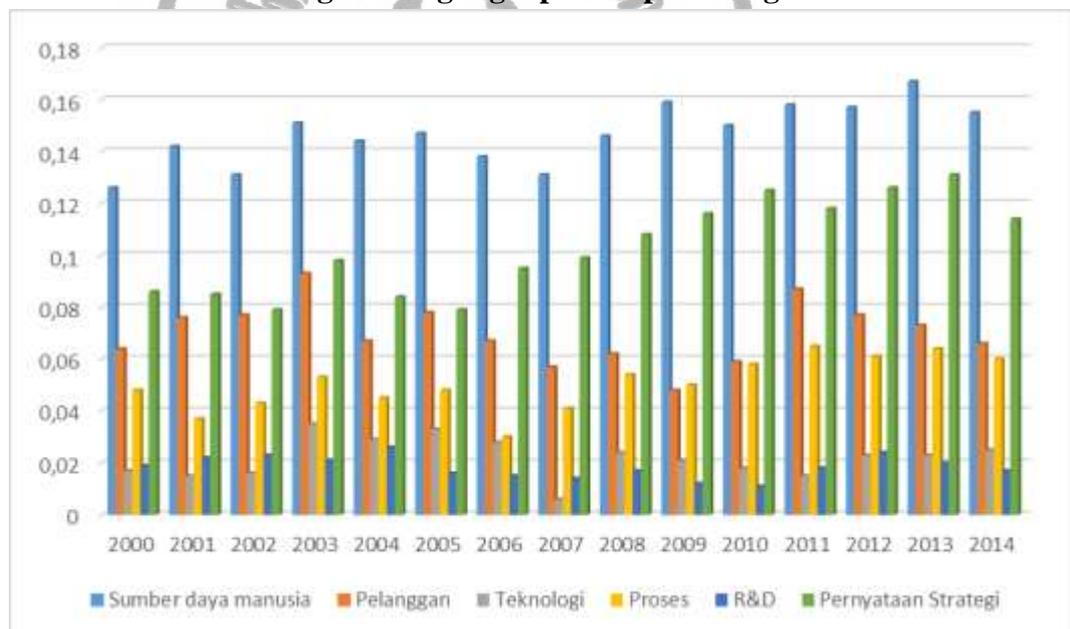
Tabel 4.7 menunjukkan jumlah rupiah (kekayaan) yang ditransfer dari pemilik perusahaan ke investor relatif besar. Rata-rata jumlah rupiah yang ditransfer selama periode pengamatan sebesar Rp. 119.928.943.463,00 atau 32,8% dari nilai IPO. Nilai rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2008, yaitu sebesar Rp. 570.641.216.679,00 dan rata-rata terendah pada tahun 2009, yaitu sebesar Rp. 3.301.755.000,00 (detail data lihat lampiran 7). Data tersebut menunjukkan bahwa biaya modal yang harus ditanggung oleh pemilik pada saat IPO relatif tinggi,

Variabel pengungkapan modal intelektual (ICD) memiliki nilai rata-rata 41% dengan nilai minimal 20% dan nilai maksimal 60%. Nilai rata-rata pengungkapan IC dalam penelitian ini relatif lebih tinggi jika dibandingkan dengan penelitian Widarjo dan Bandi (2015) dan Widarjo *et al.* (2015) yang menunjukkan rata-rata tingkat pengungkapan IC sebesar 37% dan 39,7%. Perbedaan ini kemungkinan dikarenakan jumlah sampel yang sangat berbeda. Pada penelitian sebelumnya, jumlah sampelnya relatif kecil, yaitu kurang dari 100 perusahaan, sedangkan dalam penelitian ini 202 perusahaan. Oleh karena itu, pada penelitian sebelumnya sangat dimungkinkan terdapat perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan IC tinggi yang belum dijadikan sampel penelitian. Selain itu, perbedaan penggunaan indeks pengungkapan IC juga merupakan salah satu faktor yang menyebabkan adanya perbedaan hasil tersebut.

Nilai rata-rata tingkat pengungkapan IC dalam penelitian ini juga relatif lebih tinggi jika dibandingkan dengan riset-riset dari luar Indonesia. Hasil riset Singh dan Van der Zahn (2007) menunjukkan rata-rata pengungkapan IC di Singapura sebesar 27,5%, sedangkan Singh dan Van der Zahn (2008) menunjukkan nilai 28%. Riset yang dilakukan oleh Rashid *et al.* (2012) di Malaysia menunjukkan hasil 34,9%, sedangkan Too *et al.* (2015) yang juga meneliti perusahaan yang IPO di Malaysia menunjukkan nilai rata-rata pengungkapan IC sebesar 19%. Hasil riset Branswijk dan Everaert (2012) di Belgia dan Belanda menunjukkan rata-rata pengungkapan IC yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan riset-riset tersebut, yaitu 34,5%. Perbedaan

tingkat pengungkapan IC dalam prospektus IPO di beberapa negara tersebut sangat dimungkinkan disebabkan oleh perbedaan indeks pengungkapan IC yang digunakan. Hal ini dikarenakan pengungkapan IC masih bersifat sukarela, mengingat belum ada standar yang mengatur tentang kategori dan item-item yang harus diungkapkan dalam pelaporan keuangan ataupun prospektus IPO. Berikut ini disajikan gambar diagram tren pengungkapan IC dalam prospektus IPO dari perusahaan sampel selama periode pengamatan.

**Gambar 4.1.**  
**Tingkat Pengungkapan IC per Kategori**



Sumber: Hasil Pengolahan Data

Gambar 4.1 di atas menunjukkan bahwa kategori pengungkapan IC yang paling banyak diungkapkan adalah sumber daya manusia, yaitu 14,7% dari seluruh kategori dan item yang ada dalam indeks pengungkapan. Kategori terbanyak kedua adalah pernyataan strategi, yaitu 10,5%, disusul kategori pelanggan, proses, dan teknologi dengan angka 7,1%, 5,1%, dan 2%. Riset

dan pengembangan (R&D) menduduki peringkat terendah, yaitu sebesar 1,9%.

Tingginya tingkat pengungkapan kategori dan item sumber daya manusia disebabkan karena informasi tersebut merepresentasikan kualitas pengelolaan sumber daya manusia yang dilakukan oleh perusahaan dan kualitas dari sumber daya manusia itu sendiri. Dengan melakukan pengungkapan sumber daya manusia, maka pihak eksternal dapat melakukan analisis dan penilaian terhadap kapasitas dan kapabilitas sumber daya manusia yang dimiliki oleh perusahaan. Selain itu, informasi tentang sumber daya manusia dalam indeks pengungkapan IC sifatnya umum, jadi sebagian besar perusahaan juga mengungkapkan item-item dalam kategori tersebut. Sebagai contoh, item jumlah karyawan, tingkat pendidikan karyawan, pendidikan dan pelatihan untuk karyawan, dan lainnya (lihat Lampiran 3 dan Lampiran 6).

Berbeda dengan kategori sumberdaya manusia, kategori teknologi dan riset dan pengembangan (R&D) relatif jarang diungkapkan oleh perusahaan. Kondisi tersebut kemungkinan disebabkan oleh beberapa hal berikut ini. Pertama, adanya kekhawatiran dari perusahaan apabila informasi tersebut diketahui oleh pesaingnya, artinya ada unsur kerahasiaan yang harus dijaga oleh masing-masing perusahaan. Kedua, memang sumber daya tersebut tidak dimiliki oleh perusahaan. Pada kategori teknologi dan R&D, perusahaan yang memiliki intensifitas IC yang tinggi (biasa disebut dengan *high-tech company*) relatif lebih tinggi tingkat pengungkapannya jika dibandingkan perusahaan yang *low-tech*.

Item modal intelektual yang paling banyak diungkapkan adalah rincian karyawan berdasarkan tingkat pendidikan (item nomor 7) dan pernyataan mengenai kualitas kinerja perusahaan (item nomor 71) (lihat lampiran 6). Hasil tersebut selaras dengan hasil analisis data pengungkapan modal intelektual per kategori yang menunjukkan kategori sumber daya manusia dan pernyataan strategi merupakan kategori yang paling banyak diungkapkan oleh perusahaan. Item modal intelektual yang paling sedikit diungkapkan ada lima item, yaitu tingkat absensi karyawan (item nomor 11), pengeluaran biaya untuk pendidikan dan pelatihan berdasarkan jumlah karyawan (item nomor 17), pengeluaran biaya karyawan berdasarkan jumlah karyawan (item nomor 18), rasio pelanggan terhadap karyawan (item nomor 39), nilai tambah per pelanggan atau per segmen (item nomor 40), informasi tentang karyawan yang bekerja di rumah (item nomor 58), dan rasio pengeluaran riset dan pengembangan terhadap penjualan (item nomor 66). Setidaknya terdapat dua kemungkinan mengapa perusahaan tidak mengungkapkan item- item tersebut. Pertama, perusahaan memang tidak memiliki data atau sumber daya tersebut. Kedua, data tersebut kemungkinan dianggap kurang penting dalam menunjukkan kualitas dan prospek perusahaan di masa depan.

Gambar 4.2.



Sumber: Hasil Pengolahan Data

Gambar 4.2 menunjukkan bahwa rata-rata pengungkapan IC dalam prospektus IPO berfluktuasi dari tahun ke tahun. Rata-rata pengungkapan IC terendah terjadi pada tahun 2007, yaitu sebesar 34,8%. Rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2011. Bervariasinya tren pengungkapan tersebut dikarenakan perbedaan tipe dan karakteristik perusahaan yang melakukan IPO pada setiap tahunnya. Sebagai contoh, pada tahun 2003, rata-rata pengungkapan IC menunjukkan angka 45,1%. Ternyata setelah dilakukan analisis terhadap data perusahaan yang IPO pada tahun tersebut, terlihat bahwa sebagian besar adalah perusahaan milik negara (BUMN) dan perusahaan jasa keuangan. Apabila dikaitkan dengan praktik pengungkapan IC, maka tidak mengherankan jika perusahaan-perusahaan tersebut lebih banyak mengungkapkan IC dalam prospektus.hal tersebut dikarenakan,

perusahaan jasa keuangan termasuk dalam kategori perusahaan yang memiliki tingkat intensitas IC yang tinggi.

Lain halnya dengan praktik pengungkapan IC pada tahun 2007, pada tahun tersebut rata-rata pengungkapan IC berada pada tingkat terendah dibandingkan dengan tahun yang lainnya. Perusahaan yang IPO pada tahun 2007 di dominasi oleh perusahaan yang termasuk dalam kategori berintensifitas IC rendah, misalnya, PT Panorama Transportasi, PT. Sampoerna Agro, PT. Darma Henwa, dan PT. Perdana Gapuraprima. Hasil analisis data pada Gambar 4.2 juga menunjukkan bahwa rata-rata pengungkapan IC pada lima tahun terakhir mengalami peningkatan jika dibandingkan pada periode sebelumnya. Peningkatan tren pengungkapan tersebut sangat dimungkinkan disebabkan oleh adanya peningkatan kesadaran emiten dan penjamin emisi efek akan pentingnya informasi IC bagi calon investor dalam melakukan analisis terhadap kualitas dan prospek perusahaan di masa depan. Selain itu, tuntutan *stakeholder* perusahaan akan transparansi atau keterbukaan informasi di era pasar digital, kemungkinan juga turut mempengaruhi.

Nilai rata-rata variabel retensi kepemilikan (RET\_KEP) adalah 75% dengan nilai minimal 48% dan maksimal 96%. Variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek berdasarkan volume perdagangan (REP\_PPE\_VOL) memiliki nilai rata-rata 1,77 dengan nilai minimal 0.125 dan nilai maksimal 10. Nilai rata-rata variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek berdasarkan nilai dan frekuensi perdagangan (REP\_PPE\_VOL dan

REP\_PPE\_FREQ) memiliki nilai minimal dan maksimal yang sama, yaitu 0.125 dan 10 dengan nilai rata-rata 1.19 dan 1.37.

Data tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata, tingkat reputasi penjamin pelaksana emisi efek relatif rendah. Meskipun demikian, tidak serta merta dapat dikatakan bahwa sebagian besar perusahaan yang melakukan IPO menggunakan penjamin pelaksana emisi efek yang kurang bereputasi. Hal tersebut dikarenakan dalam proses IPO, sebagian besar penjaminan saham perusahaan tidak hanya dilakukan oleh satu penjamin pelaksana emisi efek, melainkan dalam bentuk sindikasi penjamin pelaksana. Artinya, sebagian besar saham perusahaan yang IPO dijamin oleh lebih dari satu penjamin pelaksana emisi efek, dan dalam praktiknya tidak semua penjamin emisi yang tergabung dalam sebuah sindikasi memiliki reputasi yang sama. Variabel porsi penjaminan saham oleh penjamin pelaksana emisi efek (PP\_PPE) memiliki nilai rata-rata 86% dengan nilai minimum 36% dan nilai maksimum sebesar 100%. Data tersebut menunjukkan tingkat penjaminan saham oleh penjamin pelaksana emisi efek relatif tinggi.

Variabel kontrol tipe industri memiliki nilai rata-rata sebesar 22,7%, data tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan perusahaan yang memiliki intensifitas modal intelektual rendah (*low-tech*). Nilai minimal dan maksimal variabel ukuran perusahaan adalah 12,00 dan 31.971,00, sedangkan nilai rata-ratanya adalah 1.700,51. Data tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan sampel merupakan perusahaan berukuran relatif besar (dalam hal jumlah karyawan).

Variabel *return on equity* memiliki nilai rata-rata sebesar 16,1%, dengan nilai minimal -182% dan nilai maksimal 636%. Variabel afiliasi dalam penelitian ini adalah variabel kategori atau *dummy*. Nilai rata-rata variabel afiliasi dalam penelitian ini adalah 17,8%. Data tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar penjamin pelaksana emisi efek tidak memiliki hubungan istimewa dengan perusahaan yang dijaminnya. Variabel *leverage* memiliki nilai minimal dan maksimal sebesar 1% dan 135% dengan nilai rata-rata sebesar 38,9%. Data tersebut menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan relatif lebih rendah jika dibandingkan dengan jumlah aktiva perusahaan. Variabel kualitas auditor memiliki nilai rata-rata 37,6%. Data tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang melakukan IPO tidak diaudit oleh kantor akuntan publik yang berafiliasi dengan kantor akuntan publik *big4* dan *big5*. Nilai rata-rata variabel umur perusahaan adalah 6606,82, dengan nilai minimal 431,00 dan nilai maksimal 32970,00. Data tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang menjadi sampel penelitian rata-rata memiliki umur operasi yang relatif matang (sekitar 16 tahun). Konsentrasi kepemilikan memiliki nilai rata-rata sebesar 66,3%. Data tersebut menunjukkan bahwa tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan relatif tinggi.

### C. Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, bahwa pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Oleh karena itu, sebelum dilakukan analisis regresi, terlebih dahulu dilakukan

pengujian asumsi klasik terhadap model penelitian. Berikut ini disajikan tabel hasil uji asumsi klasik yang telah dilakukan oleh peneliti.

**Tabel 4.8**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Hipotesis 1 sd. 3 (Persamaan 1)**

Pengujian	Hasil	Kesimpulan
Normalitas	Signifikansi atas uji <i>unstandardized residual</i> 0,449	Residual berdistribusi normal
Multikolinieritas	Nilai <i>VIF</i> < 10 dan/atau <i>Tolerance</i> > 0.1	Tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen
Autokorelasi	Signifikansi <i>Run test</i> 0.067	Tidak ada autokorelasi
Heteroskedastisitas	Grafik plot menyebar dan tidak membentuk pola tertentu	Tidak terdapat heteroskedastisitas

Sumber: Hasil pengolahan data.

**Tabel 4.9**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Hipotesis 1 sd. 3 (Persamaan 2)**

Pengujian	Hasil	Kesimpulan
Normalitas	Signifikansi atas uji <i>unstandardized residual</i> 0,677	Residual berdistribusi normal
Multikolinieritas	Nilai <i>VIF</i> < 10 dan/atau <i>Tolerance</i> > 0.1	Tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen
Autokorelasi	Signifikansi <i>Run test</i> 0.323	Tidak ada autokorelasi
Heteroskedastisitas	Grafik plot menyebar dan tidak membentuk pola tertentu	Tidak terdapat heteroskedastisitas

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 4.8 dan Tabel 4.9 menunjukkan bahwa hasil uji normalitas persamaan regresi (Persamaan 1 dan Persamaan 2) dengan *one sample Kolmogorov smirnov* berdistribusi normal. Hal ini didasarkan pada nilai signifikansi pengujian yang menunjukkan angka lebih besar dari 0,05. Hasil uji multikolinieritas dengan *Variance Inflation Factor (VIF)* dan *Tolerance* pada Persamaan 1 dan Persamaan

2 menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *VIF* kurang dari 10 dan nilai *Tolerance* lebih dari 0.1. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dalam model penelitian.

Hasil uji autokorelasi pada Persamaan 1 dan Persamaan 2 menunjukkan nilai signifikansi *Run-test* lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model penelitian. Demikian juga dengan hasil uji heteroskedastisitas yang menunjukkan titik-titik pada grafik plot menyebar dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terdapat heteroskedastisitas. Berdasarkan pada hasil pengujian asumsi klasik pada Persamaan 1 dan 2, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat permasalahan asumsi klasik dalam model penelitian. Dengan demikian, hasil analisis regresi dapat menghasilkan estimasi yang tidak bias.

Selain pada Persamaan 1 dan 2 pada Model pertama, pengujian asumsi klasik juga dilakukan pada Model kedua. Berikut ini disajikan tabel hasil pengujian asumsi klasik pada model tersebut.

**Tabel 4.10**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Hipotesis 4 (Persamaan 3)**

<b>Pengujian</b>	<b>Hasil</b>	<b>Kesimpulan</b>
Normalitas	Signifikansi atas uji <i>unstandardized residual</i> 0,000	Residual tidak berdistribusi normal
Multikolinieritas	Nilai <i>VIF</i> < 10 dan/atau <i>Tolerance</i> > 0.1	Tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen
Autokorelasi	Signifikansi <i>Run test</i> 0.323	Tidak ada autokorelasi
Heteroskedastisitas	Grafik plot tidak menyebar dan membentuk pola tertentu	Terdapat heteroskedastisitas

Sumber: Hasil pengolahan data

**Tabel 4.11**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Hipotesis 4 (Persamaan 4)**

Pengujian	Hasil	Kesimpulan
Normalitas	Signifikansi atas uji <i>unstandardized residual</i> 0,000	Residual tidak berdistribusi normal
Multikolinieritas	Nilai <i>VIF</i> < 10 dan/atau <i>Tolerance</i> > 0.1	Tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen
Autokorelasi	Signifikansi <i>Run test</i> 0.672	Tidak ada autokorelasi
Heteroskedastisitas	Grafik plot tidak menyebar dan membentuk pola tertentu	Terdapat heteroskedastisitas

Sumber: Hasil pengolahan data

Hasil uji normalitas residual pada Tabel 4.10 dan Tabel 4.11 menunjukkan nilai signifikansi *unstandardized residual* pada Model penelitian kedua (Persamaan 3 dan Persamaan 4) lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa residual pada Persamaan 3 dan Persamaan 4 tidak berdistribusi normal. Hasil uji multikolinieritas nilai *Variance Inflation Factor* (*VIF*) dari seluruh variabel independen dalam Persamaan 3 dan Persamaan 4 lebih kecil dari 10, dan nilai *Tolerance* dari seluruh variabel independen dalam model lebih besar dari 0,1. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dalam model penelitian. Pengujian autokorelasi dengan *Run-test* pada Persamaan 3 dan Persamaan 4 menunjukkan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi pada model penelitian.

Pengujian heteroskedastisitas Persamaan 3 dan Persamaan 4 dengan grafik plot menunjukkan adanya pola tertentu pada grafik nilai prediksi variabel dependen dengan nilai residual. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa model penelitian

terdapat heteroskedastisitas. Menurut Ghozali (2006) dan Gudono (2014), ketidaknormalan distribusi residual disebabkan karena adanya variansi data yang tinggi. Kondisi tersebut berakibat pada perbedaan antara nilai prediksi dengan nilai sesungguhnya tidak terdistribusi secara simetris disekitar nilai rata-rata (mean), atau dengan kata lain, sebaran data menjauhi garis diagonal dalam grafik normal plot. Terkait permasalahan heteroskedastisitas, Ghozali (2006) dan Gudono (2014) menjelaskan bahwa masalah heteroskedastisitas dapat terjadi karena adanya ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain, atau *variance* residual tidak stabil. Hal ini berarti pengaruh variabel independen pada variabel dependen berbeda pada dua kelompok sampel yang berbeda. Oleh karena itu, residual atau *error* standar menjadi bias dan tidak bisa digunakan sebagai dasar dalam pengujian parameter regresi.

Meskipun demikian, Ghozali (2006) dan Gudono (2014) memberikan beberapa solusi alternatif dalam mengurangi dampak ketidaknormalan dan heteroskedastisitas tersebut. Salah satu metode alternatif untuk mengatasi permasalahan normalitas residual adalah dengan menghapus atau menghilangkan data memiliki nilai yang jauh di atas atau di bawah nilai rata-rata (biasa disebut *outlier*). Hair (1998) memberikan petunjuk tentang standar skor (biasa disebut *z-score*) yang terindikasi outlier, yaitu kisaran 3 sampai 4 untuk sampel lebih dari 80. Data *outlier* semestinya tetap dipertahankan apabila data tersebut merupakan representasi dari populasi, namun apabila data *outlier* dinilai tidak merepresentasikan populasi, maka peneliti diperbolehkan untuk membuang atau menghapus data tersebut (Ghozali, 2006).

Solusi alternatif untuk mengatasi permasalahan heteroskasticitas adalah dengan metode White (Ghozali, 2006). Uji White dilakukan dengan meregres residual kuadrat dengan variabel independen, variabel independen kuadrat, dan perkalian variabel independen untuk mendapatkan nilai  $\chi^2$  (*Chi-square*). Menurut Gujarati (2003), nilai  $\chi^2$  diperoleh dengan mengalikan jumlah sampel dengan nilai  $R^2$  (*R-square*). Jika  $\chi^2$  hitung lebih kecil dibandingkan dengan  $\chi^2$  tabel, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model penelitian.

Setelah dilakukan analisis *outlier* data diperoleh 189 sampel (sebelumnya 202 sampel) yang memenuhi kriteria *z-score*. Hasil uji normalitas residual pada Persamaan 3 diperoleh nilai *unstandardized* residual sebesar 0,354. Hasil tersebut menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal. Lebih lanjut analisis heteroskedastisitas dengan uji White menunjukkan nilai *R-square* sebesar 0,096. Dengan demikian, nilai  $\chi^2$  hitung adalah 18,144 (diperoleh dari  $189 \times 0,096 = 18,144$ ). Nilai  $\chi^2$  tabel adalah 218,820 (df residual = 186 dengan probabilitas = 0,05), jika dibandingkan dengan nilai  $\chi^2$  hitung, maka nilai  $\chi^2$  tabel jauh lebih besar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada Persamaan 3. Hasil pengujian asumsi klasik Model tiga setelah dilakukan perubahan metode disajikan pada Tabel 4.12 berikut ini.

**Tabel 4.12**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Hipotesis 4 (Persamaan 3)**  
**Setelah Perubahan Metode**

Pengujian	Hasil	Kesimpulan
Normalitas	Signifikansi atas uji <i>unstandardized residual</i> 0,354	Residual berdistribusi normal
Multikolinieritas	Nilai <i>VIF</i> < 10 dan/atau <i>Tolerance</i> > 0.1	Tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen
Autokorelasi	Signifikansi <i>Run test</i> 0.826	Tidak ada autokorelasi
Heteroskedastisitas (Uji White)	Nilai $\chi^2$ hitung < nilai $\chi^2$ tabel	Tidak terdapat heteroskedastisitas

Sumber: Hasil pengolahan data

Hasil uji normalitas residual dan uji White pada Persamaan 4 menunjukkan nilai signifikansi *unstandardized residual* sebesar 0,214. Hasil tersebut menunjukkan nilai yang lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa residual dalam model regresi berdistribusi normal. Pengujian heteroskedastisitas pada Tabel 4.13 menunjukkan nilai *R-square* sebesar 0.197, sehingga nilai  $\chi^2$  hitung adalah 37.233 (diperoleh dari  $189 \times 0,197 = 37,233$ ). Nilai  $\chi^2$  tabel untuk df residual 166 adalah 197,063, sehingga jika dibandingkan antara  $\chi^2$  hitung (sebesar 37,233) dengan  $\chi^2$  tabel (197,063), dapat dilihat bahwa nilai  $\chi^2$  hitung jauh lebih kecil. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pada Persamaan 4 tidak terdapat heteroskedastisitas. Berikut ini disajikan tabel hasil pengujian asumsi klasik pada Persamaan 4 setelah dilakukan perubahan metode.

**Tabel 4.13**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Hipotesis 4 (Persamaan 4)**  
**Setelah Perubahan Metode**

<b>Pengujian</b>	<b>Hasil</b>	<b>Kesimpulan</b>
Normalitas	Signifikansi atas uji <i>unstandardized residual</i> 0,214	Residual berdistribusi normal
Multikolinieritas	Nilai <i>VIF</i> < 10 dan/atau <i>Tolerance</i> > 0.1	Tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen
Autokorelasi	Signifikansi <i>Run test</i> 0.422	Tidak ada autokorelasi
Heteroskedastisitas (Uji White)	Nilai $\chi^2$ hitung < nilai $\chi^2$ tabel	Tidak terdapat heteroskedastisitas

Sumber: Hasil pengolahan data

#### **D. Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian dan Pembahasan**

##### **1. Hasil Pengujian Model 1 (Pengujian Hipotesis 1, 2, dan 3)**

Pada penelitian ini, pengujian hipotesis penelitian dirumuskan kedalam dua model penelitian. Pada Model pertama, peneliti melakukan pengujian terhadap variabel retensi kepemilikan, reputasi penjamin pelaksana emisi efek, dan porsi penjaminan sebagai determinan luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO (hipotesis 1, 2, dan 3), sedangkan pada Model kedua, peneliti menguji dampak pengungkapan IC pada tingkat *underpricing* (hipotesis 4). Pada Tabel 4.14 berikut ini disajikan hasil pengujian hipotesis 1, 2, dan 3 (hasil pegujian Model 1).

**Tabel 4.14**  
**Hasil Pengujian Model 1 (Pengujian Hipotesis 1, 2, dan 3)**

Variabel	Persamaan 1		Persamaan 2	
	Koefisien	Nilai-t	Koefisien	Nilai-t
<b>Variabel Independen</b>				
RET_KEP	0,168	2,693***	0,127	2,053**
REP_PPE	0,018	2,812***	0,016	1,948*
PP_PPE	0,166	4,567***	0,162	4,552***
<b>Variabel Kontrol</b>				
Industri			0,026	1,819*
LnUkuran			0,012	2,966***
ROE			0,015	1,371
Afiliasi			0,015	0,968
R <sup>2</sup>		0,210		0,266
Adj. R <sup>2</sup>		0,198		0,240
F-value		17,563		10,050
Sig		0,000		0,000
N		202		202

Keterangan: \*\*\*, \*\*, \* mengindikasikan signifikan pada level 1%; 5%; dan 10%. RET\_KEP = Retensi kepemilikan; REP\_PPE = Reputasi penjamin pelaksana emisi efek; PP\_PPE = Porsi penjaminan; Industri = Tipe industri; LnUkuran = Logaritma natural ukuran perusahaan; ROE = *Return on Equity*; Afiliasi = Afiliasi antara penjamin pelaksana emisi efek dengan perusahaan yang IPO.

#### a. Pengaruh Retensi Kepemilikan pada Pengungkapan Modal Intelektual

Hasil analisis regresi linier berganda tanpa variabel kontrol (Persamaan 1) pada Tabel 4.14 menunjukkan variabel retensi kepemilikan (RET\_KEP) memiliki nilai koefisien sebesar 0,163 dan signifikan pada tingkat 1%. Setelah dilakukan penambahan variabel kontrol (Persamaan 2), hasil analisis regresi menunjukkan adanya perubahan tingkat signifikansi dari 1% menjadi 5%. Meskipun demikian, secara keseluruhan hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis pertama dalam penelitian ini didukung. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat retensi kepemilikan saham, maka semakin tinggi pula tingkat pengungkapan modal intelektual dalam prospektus pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Hasil

pengujian hipotesis tersebut memberikan dukungan pada teori pensinyalan (Leland dan Pyle, 1977) dan hasil riset sebelumnya (Singh dan Van der Zahn, 2008; Widarjo dan Bandi, 2013) yang menjelaskan bahwa ketika pemilik lama mempertahankan kepemilikan sahamnya pada perusahaan, maka pemilik lama menanggung risiko berupa *opportunity cost* dari dana yang diinvestasikan pada perusahaan. Hal tersebut dikarenakan pemilik lama kehilangan kesempatan untuk melakukan diversifikasi risiko pada portofolio pasar yang lebih menguntungkan (Hartono, 2006).

Selain dari perspektif risiko, hubungan antara retensi kepemilikan dengan tingkat pengungkapan modal intelektual juga dapat ditinjau dari perspektif pensinyalan prospek dan kualitas perusahaan. Singh dan Van der Zahn (2008) memberikan argumentasi bahwa retensi kepemilikan adalah salah satu mekanisme pensinyalan yang dilakukan oleh pemilik lama untuk meyakinkan investor potensial tentang prospek dan kualitas perusahaan yang ditawarkan. Hal tersebut dikarenakan pemilik lama tidak akan mempertahankan kepemilikannya jika tidak memiliki keyakinan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan. Namun demikian, studi empiris terdahulu menunjukkan bahwa pensinyalan kualitas dengan retensi kepemilikan masih belum mampu meyakinkan investor potensial (Mikkelsen dan Shah, 1994; Certo *et al.*, 2001; Robinson *et al.*, 2004). Oleh karena itu, menurut Singh dan Van der Zahn (2008), pemilik lama harus berusaha untuk melengkapi sinyal kualitas tersebut dengan memberikan informasi privat yang dapat mengurangi tingkat asimetri informasi, sehingga

dapat mempengaruhi investor potensial dalam pengambilan keputusan investasi.

Dalam konteks praktik IPO di Indonesia, data menunjukkan bahwa rata-rata tingkat retensi kepemilikan relatif tinggi, yaitu 75%. Kondisi tersebut memberikan gambaran tentang tingginya tingkat risiko yang ditanggung oleh pemilik lama. Apabila harga saham yang ditawarkan tidak sesuai dengan ekspektasi pemilik (dalam hal ini terjadi *underprice*), maka *cost of capital* yang ditanggung oleh pemilik dari saham yang dipertahankan relatif tinggi. Oleh karena itu, pemilik lama berusaha mengurangi tingkat risiko tersebut dengan memberikan informasi privat (dalam hal ini adalah informasi IC) kepada investor potensial untuk mengurangi tingkat asimetri informasi.

Adanya pengaruh positif dan signifikan variabel retensi kepemilikan pada tingkat pengungkapan IC dalam riset ini memberikan gambaran dan bukti empiris tentang motivasi pemilik lama dalam mengungkapkan informasi modal intelektual khususnya dari perspektif risiko dan pensinyalan kualitas. Hal tersebut didasarkan pada argumentasi bahwa pengungkapan informasi modal intelektual yang dilakukan perusahaan tidak serta merta hanya memberikan manfaat saja, akan tetapi juga mengandung unsur biaya yang tinggi, misalnya biaya pelaporan dan kemungkinan adanya ancaman persaingan karena strategi dan keunggulan kompetitif perusahaan dapat diketahui oleh para pesaingnya (Vergauwen dan Alem, 2005).

### **b. Pengaruh Reputasi Penjamin Pelaksana Emisi Efek pada Pengungkapan Modal Intelektual**

Hasil pengujian hipotesis penelitian pada Tabel 4.14 menunjukkan nilai koefisien regresi variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek (REP\_PPE) pada Persamaan 1 sebesar 0,018 dan signifikan pada tingkat 1%. Namun, setelah dilakukan penambahan variabel kontrol pada model regresi (dalam hal ini adalah Persamaan 2), koefisien regresi tidak mengalami perubahan yang signifikan, akan tetapi tingkat signifikansinya menjadi 10%. Meskipun demikian, secara keseluruhan, hal itu dapat dikatakan bahwa variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO. Oleh karena itu dapat disimpulkan hipotesis kedua dalam penelitian ini didukung oleh data.

Hasil tersebut mengindikasikan bahwa reputasi merupakan salah satu faktor yang mendorong penjamin pelaksana emisi efek dalam penentuan kebijakan pengungkapan informasi modal intelektual pada prospektus IPO perusahaan. Hal tersebut dikarenakan, dalam proses IPO, salah satu tugas penjamin pelaksana emisi efek adalah membantu manajemen perusahaan dalam menyusun dokumen prospektus penawaran umum saham perdana. Dalam konteks IPO, prospektus menjadi dokumen yang sangat penting, karena prospektus merupakan salah satu dokumen utama yang dijadikan referensi oleh investor potensial dalam melakukan analisis dan penilaian terhadap saham perusahaan yang ditawarkan.

Keterkaitan antara reputasi penjamin pelaksana emisi efek dengan tingkat pengungkapan modal intelektual didasarkan pada perspektif teori

pensinyalan sebagaimana hubungan antara retensi kepemilikan yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya. Dalam hal ini, penjamin pelaksana emisi efek menanggung risiko terkait reputasi dan nama baiknya di pasar modal. Apabila proses IPO tidak berjalan dengan baik dan harga saham perusahaan yang ditawarkan tidak sesuai dengan ekspektasi pemilik, maka kredibilitas penjamin pelaksana emisi efek akan menurun. Biaya yang ditanggung oleh penjamin pelaksana emisi efek untuk melakukan pemulihan nama baik atau *image* tersebut tentunya tidak sedikit. Oleh karena itu, penjamin pelaksana emisi efek akan berupaya semaksimal mungkin agar proses IPO berjalan lancar dan harga saham perusahaan yang ditawarkan dapat sesuai dengan ekspektasi pemilik.

Argumentasi logis yang lain terkait hubungan antara reputasi dengan tingkat pengungkapan modal intelektual adalah adanya upaya dari penjamin pelaksana emisi efek dalam memberikan nasehat dan dorongan kepada manajemen perusahaan untuk memberikan informasi privat kepada investor potensial yang bertujuan untuk menunjukkan prospek dan kualitas perusahaan yang ditawarkan. Berdasarkan pengalaman, kapasitas dan kapabilitas yang dimilikinya di pasar modal, maka penjamin pelaksana emisi efek yang bereputasi tentunya mengetahui informasi yang dibutuhkan oleh investor potensial dalam melakukan analisis terhadap perusahaan yang ditawarkan. Dalam konteks ini, informasi tentang modal intelektual yang dimiliki oleh perusahaan menjadi relevan apabila dijadikan sebagai salah satu sumber informasi yang dibutuhkan oleh investor potensial dalam pengambilan

keputusan investasi. Mengingat bahwa pada era ekonomi berbasis pengetahuan seperti saat ini, sumber daya pengetahuan menjadi faktor penting dalam penciptaan nilai dan keunggulan kompetitif perusahaan (Bontis, 2000; Bukh *et al.*, 2005; Singh dan Van der Zahn, 2008; Rashid *et al.*, 2012).

### **c. Pengaruh Porsi Penjaminan Saham oleh Penjamin Pelaksana pada Pengungkapan Modal Intelektual**

Pengujian hipotesis ketiga pada Tabel 4.14 menunjukkan nilai koefisien regresi variabel porsi penjaminan penjamin pelaksana emisi efek (PP\_PPE) sebesar 0.166 dan signifikan pada tingkat 1%. Hasil tersebut tetap konsisten setelah dilakukan penambahan variabel kontrol. Oleh karena itu, berdasarkan hasil analisis statistik terhadap data penelitian dapat disimpulkan bahwa porsi penjaminan saham oleh penjamin pelaksana emisi efek berpengaruh positif pada luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO.

Porsi penjaminan mencerminkan tingkat risiko yang ditanggung oleh penjamin pelaksana emisi efek dalam proses IPO sebuah perusahaan. Hal tersebut dikarenakan mekanisme penjaminan saham yang biasa digunakan dalam proses IPO adalah penjaminan penuh (*full commitment*). Artinya, apabila saham ditawarkan kepada masyarakat tidak terjual, maka penjamin pelaksana emisi berkewajiban untuk membeli saham tersebut sesuai dengan harga penawaran. Selain itu, porsi penjaminan juga menunjukkan tingkat optimisme penjamin pelaksana emisi terhadap prospek dan kinerja perusahaan di masa depan. Apabila penjamin pelaksana emisi efek tidak yakin terhadap prospek perusahaan dan antusiasme pasar terhadap saham yang ditawarkan, maka tingkat penjaminannya akan rendah. Argumentasi tersebut sejalan

dengan konsep teori pensinyalan yang menjelaskan tentang hubungan antara tingkat risiko dan pensinyalan kualitas sebagai faktor yang mendorong *stakeholder* perusahaan dalam memberikan informasi privat kepada investor potensial. Tujuan penyampaian informasi tersebut adalah untuk menunjukkan kualitas dan prospek perusahaan serta untuk mempengaruhi persepsi penghargaan calon investor terhadap saham yang ditawarkan.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketiga dan argumentasi tersebut di atas, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa risiko yang ditanggung oleh penjamin pelaksana emisi efek melalui penjaminan saham perusahaan, merupakan salah satu faktor yang memotivasi penjamin pelaksana emisi untuk mendorong pihak manajemen perusahaan agar lebih luas dalam mengungkapkan modal intelektual perusahaan. Dengan demikian, tingkat asimetri informasi dapat berkurang dan calon investor dapat melakukan analisis yang tepat terhadap prospek serta kualitas perusahaan yang ditawarkan.

Hasil analisis pada Tabel 4.14 juga menunjukkan bahwa variabel kontrol tipe industri dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO di Indonesia. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki intensifitas modal intelektual tinggi lebih luas dalam mengungkapkan modal intelektual dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki intensifitas modal intelektual rendah. Temuan ini sejalan dengan riset Bukh *et al.* (2005) yang memberikan argumen bahwa perusahaan yang memiliki intensifitas IC tinggi (*hi-tech*)

cenderung akan mengungkapkan informasi non keuangan (dalam hal ini adalah modal intelektual) yang lebih tinggi untuk mengurangi asimetri informasi dan ketidakpastian investor tentang kualitas dan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Pengaruh positif dan signifikan variabel ukuran perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kapasitas sumber daya manusia yang tinggi lebih luas dalam mengungkapkan modal intelektual yang dimilikinya. Perusahaan yang memiliki sumber daya yang besar akan lebih luas dalam mengungkapkan IC yang dimilikinya secara sukarela untuk menunjukkan prospek dan kualitas yang dimiliki untuk meyakinkan investor potensial (Bozzolan *et al.*, 2003; Garcia-Meca *et al.*, 2005; Garcia-Meca dan Martinez, 2005; Guthrie *et al.*, 2006; Oliveira *et al.*, 2006; Sonnier *et al.*, 2008; Ferreira *et al.*, 2012; Liao *et al.*, 2013; Morariu, 2013). Argumentasi tersebut didasarkan pada pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini, di mana ukuran perusahaan diukur dengan jumlah karyawan.

## **2. Hasil Pengujian Sensitivitas Model 1**

Pada bagian sebelumnya telah dijelaskan bahwa pada penelitian ini, peneliti mengembangkan pengukuran variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek. Oleh karena itu, untuk menguji kekokohan model regresi dan kelayakan ukuran variabel reputasi yang dikembangkan, maka dilakukan analisis sensitivitas dengan menggunakan ukuran variabel reputasi yang biasa digunakan oleh peneliti terdahulu, yaitu reputasi berdasarkan frekuensi perdagangan. Hasil analisis sensitivitas disajikan pada Tabel 4,15 berikut ini.

**Tabel 4.15**  
**Hasil Pengujian Sensitivitas Model 1 (Hipotesis 1, 2, dan 3)**

Variabel	Persamaan 1		Persamaan 2	
	Koefisien	Nilai-t	Koefisien	Nilai-t
<b>Variabel Independen</b>				
RET_KEP	0,193	3,152***	0,144	2,357**
REP_FREQ	0,006	2,053**	0,004	1,282
PP_PPE	0,171	4,673***	0,165	4,621***
<b>Variabel Kontrol</b>				
Industri			0,027	1,841*
LnUkuran			0,013	3,127***
ROE			0,015	1,375
Afiliasi			0,016	1,024
R <sup>2</sup>		0,196		0,258
Adj. R <sup>2</sup>		0,184		0,231
F-value		16,063		9,640
Sig		0,000		0,000
N		202		202

Keterangan: \*\*\*, \*\*, \* mengindikasikan signifikan pada level 1%; 5%; dan 10%. RET\_KEP = Retensi kepemilikan; REP\_FREQ = Reputasi penjamin pelaksana emisi efek berdasarkan frekuensi perdagangan; PP\_PPE = Porsi penjaminan; Industri = Tipe industri; LnUkuran = Logaritma natural ukuran perusahaan; ROE = *Return on Equity*; Afiliasi = Afiliasi antara penjamin pelaksana emisi efek dengan perusahaan yang IPO.

Hasil analisis sensitivitas Persamaan 1 dan Persamaan 2 menunjukkan bahwa koefisien regresi dan tingkat signifikansi variabel retensi kepemilikan, variabel porsi penjaminan, dan variabel kontrol tidak mengalami perubahan yang signifikan. Hal ini terlihat dari tingkat signifikansi variabel retensi kepemilikan tetap di level 1% pada Persamaan 1 dan 5% pada Persamaan 2, sedangkan variabel porsi penjaminan tetap berpengaruh positif dan signifikan pada level 1% pada Persamaan 1 dan Persamaan 2. Namun, perubahan yang cukup besar terjadi pada nilai koefisien dan tingkat signifikansi variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek. Pada Persamaan 1, koefisien variabel reputasi mengalami penurunan sebesar 0,017, dan tingkat signifikansi juga mengalami

perubahan dari 1% menjadi 5%. Pada Persamaan 2, koefisien regresi variabel reputasi 0,012, dan tingkat signifikansi berubah dari level 10% menjadi tidak berpengaruh signifikan.

Selain itu, apabila dilihat dari nilai  $R^2$  dan F-hitung yang biasa digunakan sebagai indikator *goodness of fit model*, terlihat bahwa pada hasil analisis sensitivitas mengalami penurunan. Pada Persamaan 1 terjadi penurunan *adjusted*  $R^2$  sebesar 0,014 dan F-hitung sebesar 1,500, sedangkan pada Persamaan 2 terjadi penurunan  $R^2$  sebesar 0,09 dan F-hitung sebesar 0,510. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa metode pengukuran reputasi yang dikembangkan oleh peneliti (berdasarkan volume, nilai, dan frekuensi) terbukti lebih baik jika dibandingkan dengan metode pengukuran yang hanya berdasarkan frekuensi. Meskipun demikian, jika dilihat dari *goodness of fit model*, maka dapat dikatakan bahwa kedua model layak dan parameter regresi dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan.

Lebih lanjut, untuk memberikan keyakinan yang lebih kuat tentang hubungan reputasi penjamin pelaksana emisi efek pada pengungkapan IC, peneliti juga melakukan analisis sensitivitas lanjutan dengan menggunakan metode pengukuran kategorial pada variabel reputasi. Teknik pengukuran mengadopsi metode yang digunakan oleh Singh dan Van der Zahn (2008) dan Rashid *et al.* (2012) dengan modifikasi sesuai dengan kondisi data di Indonesia. Pada penelitian Singh dan Van der Zahn (2008) dan Rashid *et al.* (2012), kategori penjamin pelaksana emisi yang bereputasi adalah

penjamin pelaksana emisi yang memiliki peringkat 1 dan 2 berbasis pada frekuensi penjaminan (jumlah perusahaan yang dijamin dibagi dengan jumlah perusahaan yang IPO dalam satu tahun).

Pada penelitian ini, metode tersebut sulit untuk diaplikasikan, karena pada beberapa tahun tertentu (misalnya pada tahun 2003, 2005 dan 2006) hanya sedikit perusahaan yang IPO dan jumlah penjamin pelaksana emisinya juga sedikit. Kondisi tersebut mengakibatkan hampir semua penjamin pelaksana emisi efek berada pada peringkat 1 dan 2, sehingga dapat mengakibatkan bias dalam pengukuran. Oleh karena itu, peneliti melakukan modifikasi pengukuran dengan mengkategorikan penjamin pelaksana emisi efek yang bereputasi apabila memiliki peringkat teratas (peringkat 1). Dengan demikian, teknik pengukuran variabel kategori (*dummy*) dalam penelitian ini adalah dengan memberikan nilai 1 pada penjamin pelaksana emisi efek yang memiliki peringkat 1 dari seluruh penjamin pelaksana emisi efek yang melakukan penjaminan pada periode satu tahu, dan memberikan nilai 0 untuk penjamin pelaksana emisi efek yang memiliki peringkat lebih dari 1. Hasil analisis data menunjukkan bahwa variabel reputasi yang diukur dengan kategori menunjukkan hasil yang konsisten dengan pengujian sebelumnya (*output* pengolahan data dapat dilihat di Lampiran 7). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa reputasi penjamin pelaksana emisi efek secara konsisten terbukti berpengaruh positif pada luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO.

### 3. Hasil Pengujian Model 2 (Pengujian Hipotesis 4)

Pada model penelitian kedua, peneliti berusaha untuk memberikan bukti empiris tentang kebermanfaatan pengungkapan modal intelektual dalam mengurangi tingkat *underpricing* yang disebabkan karena adanya asimetri informasi antara pihak internal perusahaan (dalam hal ini adalah pemilik dan manajemen perusahaan) dengan pihak eksternal (dalam hal ini adalah calon investor). Pada bagian sebelumnya, peneliti telah merumuskan hipotesis yang didasarkan pada kajian teori dan hasil riset terdahulu. Dalam hal ini peneliti menduga bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO, maka semakin rendah tingkat *underpricing*. Berdasarkan hasil pengolahan data secara statistik, diperoleh hasil sebagaimana tersaji pada Tabel 4.16 berikut ini.

**Tabel 4.16**  
**Hasil Pengujian Model 2 (Pengujian Hipotesis 4)**

Variabel	Persamaan 3		Persamaan 4	
	Koefisien	Nilai-t	Koefisien	Nilai-t
<b>Variabel Independen</b>				
PMI	-1,523	-5,682***	-1,458	-5,348***
<b>Variabel Kontrol</b>				
Lev			0,116	1,420
Auditor			-0,032	-0,601
LnUmur			-0,062	-1,947*
Konsentrasi_Kep			0,097	1,783*
ROE			-0,021	-0,420
R <sup>2</sup>		0,147		0,194
Adj. R <sup>2</sup>		0,143		0,168
F-value		32,283		7,307
Sig		0,000		0,000
N		189		189

Keterangan: \*\*\*, \*\*, \* menunjukkan signifikan pada level 1%; 5%; dan 10%. PMI = Pengungkapan modal intelektual; Lev = *Leverage*; Auditor = Kualitas auditor; LnUmur = Logaritma natural umur perusahaan; Konsentrasi\_Kep = Konsentrasi kepemilikan; ROE = *Return on equity*.

### a. Pengaruh Pengungkapan Modal Intelektual pada *Underpricing*

Hasil pengujian hipotesis pada Tabel 4.16 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel pengungkapan modal intelektual (PMI) pada Persamaan 3 adalah -1,523 dan signifikan pada level 1%. Setelah dilakukan pengujian dengan menambahkan variabel kontrol (Persamaan 4), hasil analisis regresi tetap konsisten signifikan pada level 1%. Oleh karena itu, hipotesis keempat yang menyatakan bahwa pengungkapan modal intelektual berpengaruh negatif pada tingkat *underpricing* didukung oleh data. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa pengungkapan informasi modal intelektual dalam prospektus IPO merupakan salah satu mekanisme pensinyalan kualitas yang dapat membantu calon investor dalam melakukan penilaian terhadap prospek dan kualitas perusahaan. Selain itu, pengungkapan informasi modal intelektual dalam prospektus dapat mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap potensi sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Dengan demikian, calon investor memberikan penghargaan yang lebih tinggi pada harga saham perusahaan yang memiliki sumber daya intelektual yang tinggi.

Hasil pengujian hipotesis keempat dalam penelitian ini mendukung teori pensinyalan dan beberapa riset terdahulu yang menyatakan bahwa luas pengungkapan merupakan mekanisme yang dapat mengurangi tingkat tingkat asimetri informasi yang selanjutnya dapat mengurangi *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO (Ritter, 1984; Beatty dan Ritter, 1986; Megginson dan Weiss, 1991; Jog dan McConomy, 2003; Schrand dan

Verrechia, 2004). Secara konseptual, *underpricing* timbul karena adanya asimetri informasi antara *issuer* dengan calon investor. Ritter dan Welch (2002) dan Ljungqvist (2005) menjelaskan bahwa ketika terjadi asimetri informasi, maka akan menimbulkan persepsi ketidakpastian calon investor tentang prospek dan kualitas sebuah perusahaan. Hal tersebut akan berdampak pada penilaian calon investor terhadap harga saham perusahaan.

Dalam konteks IPO, pengungkapan informasi tentang kualitas dan prospek perusahaan sangat penting, mengingat bahwa tingkat asimetri informasi antara *issuer* dengan calon investor relatif tinggi. Pemilik dan manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih baik tentang nilai sekarang dan aliran kas masa depan dibandingkan calon investor. Tidak adanya kewajiban perusahaan privat untuk mempublikasikan informasi keuangan maupun non keuangan kepada masyarakat merupakan salah satu faktor yang menyebabkan tingginya tingkat asimetri informasi. Kondisi tersebut mengakibatkan calon investor kesulitan dalam melakukan analisis tentang posisi keuangan perusahaan, kinerja perusahaan serta aktivitas (operasi, pendanaan, dan investasi) perusahaan.

Sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya bahwa informasi yang dibutuhkan investor dalam proses pengambilan keputusan investasi pada era ekonomi berbasis pengetahuan seperti saat ini adalah informasi tentang sumber daya intelektual. Peran penting modal intelektual dalam meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan di Indonesia telah terbukti baik dalam hal penelitian empiris maupun dalam praktik bisnis di Indonesia. Hasil riset

Sihotang dan Winata (2008) merupakan salah satu contoh peran modal intelektual dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Lebih lanjut, Ulum *et al.* (2008) memberikan bukti bahwa modal intelektual berpengaruh positif pada kinerja keuangan dan kinerja masa depan perusahaan. Hasil-hasil riset tersebut sejalan dengan praktik bisnis di Indonesia yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan intensifitas modal intelektual yang tinggi memiliki kinerja keuangan dan kinerja saham yang tinggi pula. Hasil kajian lembaga riset Vibiz *Research Center* tahun 2014 menunjukkan bahwa perusahaan telekomunikasi, perbankan, dan farmasi mendominasi peringkat teratas perusahaan dengan kinerja terbaik (Anonim, 2014).

Hasil penelitian ini memberikan dukungan terhadap fenomena pentingnya modal intelektual dalam praktik bisnis di Indonesia, khususnya dalam *setting* IPO. Pengaruh negatif luas pengungkapan modal intelektual pada tingkat *underpricing* memberikan gambaran tentang kebermanfaatan pengungkapan informasi modal intelektual secara ekonomi bagi pemilik perusahaan. Luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO secara empiris terbukti dapat menurunkan *cost of capital* yang ditanggung oleh pemilik perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga mengindikasikan bahwa investor potensial menggunakan informasi non keuangan (dalam hal ini adalah informasi modal intelektual) sebagai bahan analisis dalam pengambilan keputusan investasi.

Variabel kontrol dalam penelitian ini yang turut berpengaruh pada tingkat *underpricing* adalah umur perusahaan, dan konsentrasi kepemilikan,

sedangkan *leverage*, kualitas auditor dan *return on equity* tidak berpengaruh pada *underpricing*. Hasil pengujian pada Tabel 4.16 meunjukkan bahwa variabel *leverage* tidak berpengaruh signifikan pada *underpricing*. Meskipun demikian, tanda koefisien variabel tersebut bertanda positif berarti sesuai dengan dugaan peneliti yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya. Secara teori, *leverage* yang tinggi mengindikasikan tingkat risiko yang tinggi. Oleh karena itu, calon investor mempersepsikan kondisi tersebut sebagai sinyal negatif, sehingga memberikan penghargaan yang lebih rendah pada harga saham yang ditawarkan. Namun demikian, dalam praktiknya *leverage* tidak cukup kuat dalam mempengaruhi investor potensial dalam pengambilan keputusan terhadap nilai saham perusahaan. Kondisi tersebut kemungkinan disebabkan karena investor lebih cenderung menggunakan data non keuangan sebagai dasar analisis. Argumen tersebut didukung oleh hasil pengujian dalam penelitian ini yang menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (diukur dengan *return on equity*) juga tidak berpengaruh signifikan pada *underpricing*. Justru variabel non keuangan seperti ukuran perusahaan dan konsentrasi kepemilikan yang berpengaruh signifikan pada *underpricing*.

Umur perusahaan merupakan variabel yang cukup kuat pengaruhnya pada *underpricing*. Perusahaan yang telah lama eksis dalam menjalankan operasi bisnisnya mencerminkan rendahnya tingkat risiko dan ketidakpastian dalam menghadapi pasang surut kondisi perekonomian dan persaingan (Bukh *et al.*, 2005; Rimmel *et al.* (2009). Perusahaan yang sudah lama beroperasi dan

mampu bertahan dalam kondisi perekonomian dan politik yang sering kali tidak stabil seperti di Indonesia, tentu memiliki keunggulan kompetitif baik dalam hal sumber daya finansial maupun non finansial. Oleh karena itu, calon investor mempersepsikan bahwa perusahaan yang sudah lama beroperasi memiliki prospek yang bagus di masa depan, sehingga memberikan penghargaan yang lebih tinggi pada harga saham yang ditawarkan. Hasil penelitian ini memberikan dukungan terhadap riset-riset terdahulu telah memberikan bukti empiris tentang pengaruh umur perusahaan pada *underpricing* (Certo *et al.*, 2001; Akkus *et al.*, 2013).

Konsentrasi kepemilikan merupakan salah satu kondisi yang dapat menimbulkan permasalahan ekspropriasi yang dapat berimplikasi pengaruh entrenchment (Claessens *et al.*, 1999). Dampak yang sering kali ditimbulkan dari ekspropriasi tersebut adalah penurunan kinerja dan nilai perusahaan (Claessens *et al.*, 1999; Siregar, 2008; Achmad, *et al.*, 2009). Dengan demikian, investor potensial kemungkinan mempersepsikan tingkat konsentrasi kepemilikan saham pada perusahaan yang IPO sebagai indikasi lemahnya mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat mengakibatkan penurunan kinerja. Oleh karena itu, investor memberikan penghargaan yang lebih rendah pada harga saham perusahaan yang memiliki tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi.

Pada penelitian ini, kualitas auditor yang diproksikan dengan kualitas kantor akuntan publik (berafiliasi dengan KAP *big four* dan KAP *big five*) tidak berpengaruh signifikan ada *underpricing*. Meskipun demikian, koefisien

regresi variabel kualitas auditor bertanda negatif sesuai dengan prediksi. Secara faktual KAP *big four* dan *big five* memang memiliki independensi, kapasitas dan kapabilitas yang tinggi dalam menyediakan jasa attestasi, khususnya audit atas laporan keuangan. KAP *big four* dan *big five* dinilai mampu mendeteksi adanya manipulasi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dan memprediksi risiko kebangkrutan (Francis dan Yu, 2009). Dengan demikian, laporan keuangan audit yang dihasilkan dapat diandalkan dan dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan, karena memang benar-benar merepresentasikan kondisi riil perusahaan. Namun demikian, semua perusahaan dapat menggunakan jasa KAP yang berkualitas, sehingga bagi investor potensial, kemungkinan hal tersebut dinilai bukan merupakan sinyal yang kuat mengenai prospek dan kualitas perusahaan. Hal tersebut dikarenakan bahwa salah satu karakteristik yang harus terpenuhi dalam perspektif teori pensinyalan adalah sinyal harus sulit ditiru oleh perusahaan yang lain (Certo *et al.*, 2001, Hartono, 2006).

Koefisien regresi variabel *return on equity* pada penelitian ini bertanda negatif namun tidak signifikan pengaruhnya pada *underpricing*. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang baik (dalam hal ini diproksikan dengan *return on equity*) belum cukup kuat dalam mempengaruhi persepsi investor dalam penilaian saham yang ditawarkan. Secara teori, *return on equity* yang tinggi menunjukkan kemampuan dalam menghasilkan laba dan imbal hasil investasi yang tinggi pada pemegang saham. Artinya semakin tinggi *return on equity*, maka

semakin tinggi pula transfer kekayaan yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Dengan demikian, tingkat ROE dapat dikategorikan sebagai sinyal kualitas perusahaan yang diharapkan dapat mempengaruhi calon investor dalam pengambilan keputusan investasi, dan dapat meningkatkan penghargaan calon investor terhadap harga saham perusahaan (Abdullah, 2000; Ghozali dan Mansur, 2002; Yolana dan Martani, 2005; Garcia-Meca *et al.*, 2005; Garcia-Meca dan Martinez, 2005; Li *et al.*, 2012). Akan tetapi dalam prakteknya, laba yang dilaporkan oleh perusahaan seringkali mengandung unsur pengelolaan yang bertujuan untuk menarik minat calon investor. Argumen tersebut didasarkan pada fakta yang menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang IPO di bursa efek Indonesia melakukan manajemen laba dengan menaikkan laba (Maylianawati dan Ekawati, 2005; Utomo dan Bachruddin, 2005; Hastoro dan Yuliana, 2010).

## **b. Pengujian Sensitivitas Model 2**

Analisis sensitivitas model penelitian pada Model 2 dilakukan melalui dua tahapan, yaitu pengujian dengan menggunakan alternatif pengukuran variabel dan pengujian endogenitas variabel penelitian. Berikut ini dijelaskan hasil pengujian sensitivitas yang dilakukan dalam penelitian ini.

### **1) Penggunaan Alternatif Pengukuran**

Pada bagian sebelumnya, peneliti telah menjelaskan bahwa terdapat beragam indeks pengungkapan modal intelektual yang dikembangkan oleh para peneliti terdahulu. Berdasarkan hasil penelusuran literatur yang telah dilakukan, setidaknya terdapat empat indeks pengungkapan modal

intelektual yang telah dikembangkan dalam konteks IPO, yaitu indeks yang dikembangkan oleh Bukh *et al.* (2005), Singh dan Van der Zahn (2007; 2008), Rashid *et al.* (2012), dan Branswijk dan Everaert (2012). Alternatif pengukuran indeks pengungkapan modal intelektual pada penelitian ini menggunakan indeks yang dikembangkan oleh Bukh *et al.* (2005).

Argumentasi yang mendasari penggunaan indeks Bukh *et al.* (2005) sebagai alternatif pengukuran dalam penelitian ini adalah indeks tersebut sudah seringkali dijadikan acuan oleh peneliti terdahulu di beberapa negara yang berbeda (lihat Rimmel *et al.*, 2009; Branswijck dan Everaert, 2012). Selain itu, terdapat kesamaan sistem hukum yang digunakan di negara tersebut (negara Denmark) dengan sistem hukum di Indonesia, yaitu sistem *code law*. Setelah dilakukan analisis regresi dengan menggunakan alternatif pengukuran variabel pengungkapan modal intelektual, diperoleh hasil sebagaimana tersaji pada Tabel 4.17 berikut ini.

**Tabel 4.17**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 4 (Alternatif Pengukuran)**

Variabel	Persamaan 3		Persamaan 4	
	Koefisien	Nilai-t	Koefisien	Nilai-t
<b>Variabel Independen</b>				
PMI_1	-1,533	-5,355***	-1,482	-5,174***
<b>Variabel Kontrol</b>				
Lev			0,129	1,575
Auditor			-0,040	-0,745
LnUmur			-0,073	-2,304**
Konsentrasi_Kep			0,085	1,572
ROE			-0,021	-0,421

**Tabel 4.17**  
**Lanjutan**

Variabel	Persamaan 3		Persamaan 4	
	Koefisien	Nilai-t	Koefisien	Nilai-t
R <sup>2</sup>		0,133		0,187
Adj. R <sup>2</sup>		0,128		0,160
F-value		28,680		6,980
Sig		0,000		0,000
N		189		189

Keterangan: \*\*\*, \*\*, \* menunjukkan signifikan pada level 1%; 5%; dan 10%. PMI\_1 = Pengungkapan modal intelektual dengan indeks Bukh *et al.* (2005); Lev = *Leverage*; Auditor = Kualitas auditor; LnUmur = Logaritma natural umur perusahaan; Konsentrasi\_Kep = Konsentrasi kepemilikan; ROE = *Return on equity*.

Hasil analisis sensitivitas Persamaan 3 dan Persamaan 4 menunjukkan bahwa koefisien regresi dan tingkat signifikansi variabel pengungkapan modal intelektual dengan alternatif pengukuran tidak mengalami perubahan yang signifikan jika dibandingkan dengan pengujian sebelumnya. Hal ini terlihat dari nilai koefisien regresi variabel pengungkapan modal intelektual (PMI\_1) dan tingkat signifikansi variabel pengungkapan modal intelektual (PMI\_1) tetap pada kisaran -1,5 pada Persamaan 3 dan -1,3 pada Persamaan 4 serta tetap konsisten signifikan pada level 1% baik pada Persamaan 3 maupun Persamaan 4.

Apabila dilihat dari nilai R<sup>2</sup> dan F-hitung yang biasa digunakan sebagai indikator *goodness of fit model*, terlihat bahwa pada hasil analisis sensitivitas mengalami penurunan yang cukup signifikan. Pada Persamaan 3 terjadi penurunan R<sup>2</sup> sebesar 0,014 dan F-hitung sebesar 3,603, sedangkan pada Persamaan 4 terjadi penurunan *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,008 dan F-hitung sebesar 0,327. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa metode pengukuran variabel pengungkapan modal intelektual yang dikembangkan oleh peneliti (indeks pengungkapan

yang disesuaikan dengan regulasi di Indonesia) terbukti lebih baik jika dibandingkan dengan metode pengukuran yang dikembangkan peneliti sebelumnya. Meskipun demikian, jika dilihat dari *goodness of fit model*, maka dapat dikatakan bahwa kedua model layak dan parameter regresi dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan.

## 2) Endogenitas

Sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, kemungkinan terjadinya masalah endogenitas pada penelitian ini adalah pada hubungan antara variabel pengungkapan IC dengan tingkat *underpricing*. Prediksi tersebut didasarkan pada beberapa hasil riset yang menunjukkan adanya hubungan simultan antara pengungkapan dengan *underpricing* (Leone *et al.*, 2007; Hanley dan Hoberg, 2012; Bottazzi dan Da Rin, 2016).

Pengujian untuk mendeteksi adanya simultanitas dalam penelitian ini menggunakan uji Hausman. Hasil uji Hausman pada Tabel 4.17 menunjukkan nilai  $\chi^2$  sebesar 5.794 dan signifikan pada level 5%. Hasil tersebut menunjukkan adanya hubungan simultan antara variabel pengungkapan modal intelektual dengan *underpricing*. Oleh karena terjadi hubungan simultan antara variabel pengungkapan IC dengan *underpricing*, maka analisis model penelitian dengan menggunakan *ordinary least square* (OLS) akan menghasilkan estimasi yang bias dan tidak konsisten. Maka dari itu, sesuai dengan penelitian Leone *et al.* (2007) dan Bottazzi dan Da

Rin, (2016), peneliti ini menggunakan metode *Two Stage Least Square* (2SLS) untuk mendapatkan hasil estimasi yang lebih baik.

Analisis persamaan simultan dengan menggunakan metode *two stage least square* mensyaratkan adanya variabel instrumental (*instrumental variable*) yang harus dimasukkan dalam model penelitian. Pemilihan variabel instrumental harus berdasarkan pada kajian teori dan hasil pengujian empiris yang memadai. Wooldrige (2005) memberikan saran tentang pemilihan variabel instrumental berdasarkan tingkat signifikansi dan *goodness of fit* model penelitian. Berdasarkan pada kajian teori dan hasil-hasil riset terdahulu, kandidat variabel instrumental terbaik dalam model penelitian ini adalah variabel retensi kepemilikan dan jumlah dana yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana (*proceeds*). Argumentasi pemilihan variabel tersebut didasarkan pada hasil-hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa retensi kepemilikan dan *proceeds* merupakan determinan penungkapan modal intelektual (Singh dan Van der Zahn, 2008). Selain itu, hasil pengujian Model 1 pada Tabel 4.14 menunjukkan bahwa variabel retensi kepemilikan memiliki koefisien regresi yang paling tinggi dibandingkan variabel yang lain.

**Tabel 4.18**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 4 (Uji Endogenitas)**

Variabel	<i>Ordinary Least Square</i>		<i>Two Stage Least Square</i>	
	Koefisien	Nilai-t	Koefisien	Nilai-t
<b>Variabel Independen</b>				
PMI	-1,458	-5,348***	-2,912	-3,970***
<b>Variabel Kontrol</b>				
Lev	0,116	1,420	0,066	0,729
Auditor	-0,032	-0,601	0,008	0,134
LnUmur	-0,062	-1,947*	-0,044	-1,248
Konsentrasi_Kep	0,097	1,783*	0,134	2,202**
ROE	-0,021	-0,420	0,011	0,204
<i>Hausman test</i>				Chi <sup>2</sup> =5,794 (0,016)
<i>Sargan test</i>				Chi <sup>2</sup> =0,577 (0,447)
R <sup>2</sup>	0,194		0,179	
Adj. R <sup>2</sup>	0,168		0,152	
F-value	7,307		6,182	
Sig	0,000		0,000	
N	189		189	

Keterangan: \*\*\*, \*\*, \* menunjukkan signifikan pada level 1%; 5%; dan 10%. PMI = Pengungkapan modal intelektual; Lev = *Leverage*; Auditor = Kualitas auditor; LnUmur = Logaritma natural umur perusahaan; Konsentrasi\_Kep = Konsentrasi kepemilikan; ROE = *Return on equity*.

Hasil analisis *Two Stage Least Square* (2SLS) pada Tabel 4.18 menunjukkan nilai koefisien variabel pengungkapan modal intelektual (PMI) negatif dan signifikan pada level 1%. Hasil tersebut konsisten dengan pengujian awal (dengan metode OLS). Namun demikian, jika dilihat dari nilai *adjusted R<sup>2</sup>* dan F-statistik terlihat bahwa hasil pengujian dengan 2SLS relatif lebih rendah jika dibandingkan dengan hasil pengujian dengan menggunakan OLS, meskipun sama-sama signifikan pada level 1%. Hal ini berarti analisis regresi dengan metode 2SLS menunjukkan hasil yang konsisten dan tidak bias. Artinya, pengambilan kesimpulan tentang hubungan antara variabel pengungkapan modal

intelektual dengan *underpricing* lebih tepat menggunakan metode 2SLS dibandingkan dengan metode OLS.

Selain itu, hasil uji Sargan juga menunjukkan bahwa seluruh instrumen yang digunakan dalam model penelitian sah (*valid*) dan parameter regresi dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan. Uji Sargan digunakan untuk menguji validitas instrumen dalam model statistik yang *over identification*. Sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, model *reduced form* pada persamaan 9 dan 10 adalah *over identified*. Jika instrumen valid maka tidak ada korelasi antara instrumen dengan residual atau *error*. Pernyataan tersebut juga diperkuat dengan hasil *weak instrument test* yang menunjukkan nilai F-statistik pada *first-stage* sebesar 17.202 (lihat lampiran 7). Nilai F-statistik tersebut lebih besar dari ambang batas yang dapat diterima untuk dua variabel instrumental, yaitu 11.590 (Stock dan Yugo, 2001). Oleh karena itu, berdasarkan hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus IPO secara statistik berpengaruh negatif pada tingkat *underpricing*.