

INFORMASI *INTELLECTUAL CAPITAL* DALAM LAPORAN ANALIS SEKURITAS: BERMANFAATKAH BAGI INVESTOR?

C. Erna Susilawati

Fakultas Bisnis Unika Widya Mandala Surabaya
Jl. Dinoyo 42-44 Surabaya, 60265

Abstract

The role of intellectual capital to increase value of the firm, prompting securities analyst to include information about that into securities analyst report. The value of analyst report explored by previous researchers. However, information about intellectual capital in securities analyst report is not widely studied. The purpose of this research to investigate the value of intellectual capital information in the securities analyst report for investor and tries to explore the role of securities analyst to reduce asymmetry information. The result showed that intellectual capital information used by investor and thus effects the trading volume. The other findings show that intellectual capital information reinforces the influence of the revision of stocks recommendation to trading volume. Abnormal return of stock when the analyst reports contain intellectual capital information is higher than that do not contain such information.

Key words: *abnormal return, intellectual capital, securities analyst report*

Analisis sekuritas merupakan *informed market participant* yang menjembatani investor dan perusahaan melalui informasi yang dihasilkan. Analisis sekuritas berperan dalam mengumpulkan informasi yang relevan, melakukan evaluasi dan mengolah informasi yang diperoleh menjadi informasi yang mudah dipahami oleh investor (Piotroski & Roulstone, 2004, Moshirian *et al.*, 2009). Dalam hal ini analisis sekuritas merupakan agen yang menyediakan informasi dan investor merupakan pengguna informasi (Galanti, 2004). Informasi tersebut disampaikan analisis sekuritas kepada investor melalui laporan analisis sekuritas. Laporan analisis sekuritas, menurut Asquith *et al.* (2005) dan Jegadeesh *et al.* (2004), selain berisi tentang reko-

mendasi saham, target harga dan estimasi laba sebagai informasi utama, juga berisi tentang analisis kondisi emiten dalam bentuk indikator-indikator keuangan maupun kondisi emiten yang disampaikan dalam bentuk kualitatif. Kondisi emiten yang disampaikan secara kualitatif ini menurut Meca & Martinez (2007) salah satunya adalah informasi tentang *intellectual capital* (IC). Informasi tersebut menjadi informasi yang bernilai untuk disampaikan kepada investor karena di era globalisasi ini, *intellectual capital* memberikan keunggulan bersaing bagi perusahaan dan memiliki peran yang cukup besar dalam meningkatkan nilai perusahaan (Pulic & Bornemann, 1998; Mayo, 2000; Bontis, 2001).

Korespondensi dengan Penulis:

C. Erna Susilawati: Telp./Fax. +62 31 567 8578
erna_msi@yahoo.com

Informasi *Intellectual Capital* dalam Laporan Analisis Sekuritas: Bermanfaatkah Bagi Investor?

C. Erna Susilawati

Dalam penelitian Meca & Martinez (2007), lebih dari 70% laporan analisis sekuritas yang dianalisis, memuat informasi tentang IC. Informasi tersebut ditunjukkan melalui informasi tentang investasi baru yang diambil oleh emiten, kredibilitas perusahaan, produk yang dihasilkan, kepemimpinan dan konsistensi terhadap strategi yang diterapkan. Hal ini menunjukkan bahwa analisis sekuritas menganggap informasi tentang IC merupakan informasi penting yang bisa menjadi salah satu acuan bagi investor untuk mengambil keputusan investasi.

Penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Liu *et al.* (1990), Stickel (1995), Womack (1996), Francis & Soffer (1997), Asquith *et al.* (2005) dan Huang *et al.* (2009) menunjukkan bahwa informasi laporan analisis sekuritas dalam bentuk revisi rekomendasi saham, estimasi laba dan target harga memberikan manfaat bagi investor berupa *abnormal return*. Hasil penelitian Susilawati (2011) mendukung penelitian-penelitian sebelumnya akan tetapi manfaat dalam bentuk *abnormal return* hanya diperoleh oleh investor yang menjadi klien di perusahaan sekuritas yang mengeluarkan laporan analisis. Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya Chan *et al.* (2009) menganalisis konsistensi transaksi yang dilakukan perusahaan sekuritas dan rekomendasi yang diberikan oleh analisnya. Hasilnya, perusahaan sekuritas melakukan transaksi perdagangan konsisten dengan rekomendasi yang diberikan oleh analisnya. Konsistensi ditunjukkan melalui transaksi beli lebih banyak dilakukan pada saat analisis sekuritas merekomendasikan untuk beli dan sebaliknya pada saat analisis sekuritas memberikan rekomendasi jual maka transaksi jual lebih banyak dilakukan dibandingkan dengan transaksi beli.

Dengan demikian laporan analisis sekuritas yang memang ditujukan untuk investor yang menjadi klien di perusahaan sekuritas, menjadi salah satu dasar keputusan transaksi perdagangan dan oleh karenanya investor mendapatkan manfaat be-

rupa *abnormal return*. Akan tetapi belum banyak penelitian yang mengeksplorasi keberadaan informasi lain selain informasi tentang rekomendasi saham, estimasi laba dan target harga, terutama informasi tentang IC. Padahal seperti telah dikemukakan, informasi IC merupakan informasi yang berperan dalam meningkatkan nilai perusahaan (Meca & Martinez, 2007) yang semestinya menjadi perhatian investor dalam pengambilan keputusan transaksinya.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui nilai kemanfaatan informasi IC yang tercantum dalam laporan analisis sekuritas bagi investor dan menunjukkan peran analisis sekuritas dalam menyampaikan informasi tentang kondisi emiten kepada investor sehingga asimetri informasi berkurang. Harapannya, hasil penelitian ini bisa berguna sebagai masukan bagi investor untuk lebih optimal dalam memanfaatkan semua informasi yang disampaikan oleh analisis sekuritas.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Berdasarkan konsep teori dan beberapa penelitian empiris yang dilakukan oleh Stickel (1995), Womack (1996), Asquith *et al.* (2005), Huang *et al.* (2009) dan Susilawati (2011) menyatakan bahwa investor memperoleh *abnormal return* pada saat melakukan transaksi perdagangan berdasarkan informasi yang terdapat dalam laporan analisis sekuritas serta penelitian yang menyatakan informasi IC merupakan informasi penting yang memengaruhi nilai perusahaan (Pulic & Bornemann, 1998; Bontis, 2001) maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Investor menggunakan informasi *intellectual capital* yang tercantum dalam laporan analisis sekuritas dalam pengambilan keputusan transaksinya.

Sementara itu penelitian Chan *et al.* (2009) yang menganalisis konsistensi transaksi yang dila-

kukan perusahaan sekuritas dan rekomendasi yang diberikan oleh analisnya menunjukkan hasil bahwa volume transaksi perdagangan yang dilakukan oleh perusahaan sekuritas dipengaruhi oleh rekomendasi saham yang diberikan oleh analisnya. Volume perdagangan, dalam hal ini merupakan keputusan transaksi perdagangan yang diambil investor. Mengingat informasi IC merupakan informasi yang dianggap penting oleh analis sekuritas untuk disampaikan kepada investor (Meca & Martinez, 2007) maka pengaruh rekomendasi saham terhadap keputusan transaksi perdagangan akan semakin kuat apabila investor mempertimbangkan informasi IC dalam keputusan transaksinya. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H₂: Informasi *intellectual capital* memperkuat pengaruh rekomendasi saham terhadap keputusan transaksi perdagangan.

Seperti dikemukakan dalam penelitian Asquith *et al.* 2005), Ramnath *et al.* (2008), dan Huang *et al.* (2009) bahwa melakukan transaksi perdagangan berdasarkan rekomendasi saham, target harga dan juga estimasi laba memberikan manfaat bagi investor, maka apabila investor juga mem-

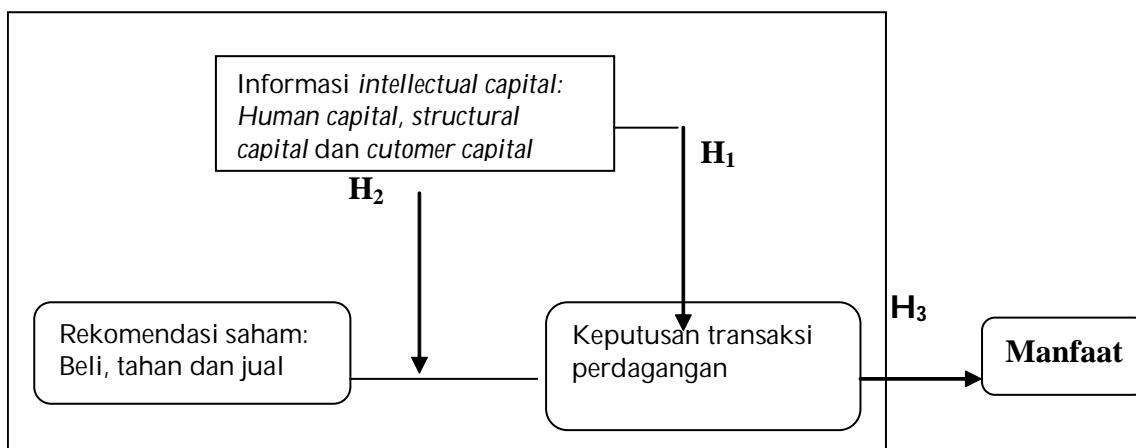
pertimbangkan informasi IC maka diharapkan manfaat yang diperoleh akan semakin besar. Berdasarkan argumentasi tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₃: Investor di perusahaan yang memuat informasi *intellectual capital* mendapatkan manfaat yang lebih besar dibandingkan dengan investor di perusahaan yang tidak memuat informasi *intellectual capital* dalam laporan analisnya.

Secara ringkas model penelitian yang akan dilakukan ditunjukkan pada Gambar 1.

METODE

Unit analisis dalam penelitian ini adalah laporan riset yang disampaikan analis sekuritas. Analisis sekuritas melaporkan hasil risetnya dalam beberapa bentuk. Dalam penelitian ini populasi yang akan dianalisis adalah laporan riset dalam bentuk fokus perusahaan yang dikeluarkan oleh perusahaan sekuritas yang menjadi anggota bursa di Bursa Efek Indonesia. Sampel diambil dari laporan fokus perusahaan yang dikeluarkan oleh perusahaan sekuritas dari tahun 2008-2011. Selain data dari laporan fokus perusahaan, penelitian ini juga



Gambar 1. Ringkasan Model Penelitian

Informasi *Intellectual Capital* dalam Laporan Analisis Sekuritas: Bermanfaatkah Bagi Investor?

C. Erna Susilawati

akan menggunakan data transaksi perdagangan dari perusahaan sekuritas dan data harga saham harian yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia.

Adapun definisi operasional dan pengukuran variabel dalam penelitian ini meliputi:

Informasi *Intellectual Capital*

Merupakan informasi yang mengandung unsur-unsur *human capital*, *structural capital* dan *customer capital* yang dijabarkan menjadi item-item di bawah ini. Penjabaran item-item ini mengacu pada penelitian Meca & Martinez (2007).

Human capital dijabarkan menjadi informasi-informasi yang berkaitan dengan pribadi karyawan dan manajer seperti produktivitas, nilai tambah yang diberikan, pengalaman yang dimiliki, kebijakan remunerasi, kebijakan untuk pelatihan dan pendidikan.

Structural capital dijabarkan dalam item-item efisiensi, model bisnis, struktur organisasi, investasi pada teknologi, komunikasi dan informasi antar perusahaan, budaya organisasi, R & D, proyek-proyek yang akan dikerjakan di periode yang akan datang, investasi pada produk baru, produk baru, kredibilitas dan konsistensi terhadap strategi, kualitas produk, lingkungan investasi, dan *networking*.

Customer capital dijabarkan menjadi item-item informasi yang termasuk diantaranya adalah penjabaran segmen pasar berdasarkan produk atau bisnis, penjualan yang dijabarkan berdasarkan produk dan bisnisnya, konsumen baru, hubungan dengan konsumen, prosentase *market share* relatif terhadap kompetitor, kebijakan harga, penjualan yang dijabarkan berdasarkan konsumennya, ketergantungan pada konsumen utama.

Informasi IC tersebut dikuantifikasikan dalam bentuk indeks dengan cara memberikan angka 1 pada item-item di atas apabila tercantum dalam laporan analisis sekuritas dan 0 apabila tidak. Dari ukuran ini akan diperoleh indeks *intellectual capi-*

tal secara keseluruhan (IC), indeks *human capital* (HC), indeks *structural capital* (SC) dan indeks *customer capital* (CC)

Rekomendasi Saham

Rekomendasi saham merupakan rekomendasi yang disarankan oleh analis sekuritas kepada investor melalui laporan yang dikeluarkan oleh perusahaan sekuritas. Rekomendasi saham yang diberikan oleh analis adalah rekomendasi beli, tahan dan jual (*buy*, *hold*, dan *sell*).

Revisi rekomendasi saham dalam penelitian ini didefinisikan sebagai perubahan rekomendasi saham. Revisi rekomendasi saham digunakan berdasarkan pada penelitian Asquith *et al.* (2005) yang menyatakan bahwa kandungan informasi dalam laporan analisis sekuritas lebih ditunjukkan pada perubahan dari informasi yang telah diberikan sebelumnya. Dalam penelitian ukuran dari revisi rekomendasi saham:

Upgrade : perubahan rekomendasi dari jual ke tahan dan beli serta perubahan dari rekomendasi tahan ke rekomendasi jual

Downgrade : perubahan rekomendasi dari rekomendasi beli menjadi rekomendasi tahan dan jual serta perubahan rekomendasi dari rekomendasi tahan menjadi rekomendasi jual.

Reiteration : merupakan ukuran rekomendasi saham yang tidak berubah dari rekomendasi sebelumnya, meskipun analis sekuritas mengeluarkan revisi laporan fokus perusahaan.

Keputusan Transaksi Perdagangan

Merupakan keputusan yang diambil oleh investor untuk melakukan transaksi jual ataupun transaksi beli. Keputusan transaksi perdagangan diukur dengan menggunakan rasio jumlah saham yang dibeli/dijual dengan jumlah saham yang beredar.

Manfaat

Manfaat dalam penelitian ini didefinisikan sebagai manfaat yang diterima investor. Manfaat diukur menggunakan ukuran *abnormal return*. *Abnormal return* = selisih antara *actual return* – *expected return*. *Expected return* akan diestimasi menggunakan model *single indeks*

Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan tehnik multivariat yang akan dibagi dalam beberapa persamaan. Untuk mengetahui pengaruh informasi *intellectual capital* terhadap keputusan transaksi perdagangan digunakan persamaan:

$$Trade_{it} = \alpha + \beta_1 IC_{it} + \alpha_2 HC_{it} + \alpha_3 SC_{it} + \alpha_4 CC_{it} + \alpha_5 R_{it-1} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

- Trade_{it} : masing-masing jumlah saham yang diperdagangkan pada t-3, t-2, t-1, t, t+1, t+2 dan t+3
- IC_{it} : indeks *intellectual capital* secara keseluruhan pada laporan sekuritas untuk saham i pada periode t
- HC_{it} : indeks *human capital* pada laporan sekuritas untuk saham i pada periode t
- SC_{it} : indeks *structural capital* pada laporan sekuritas untuk saham i pada periode t
- CC_{it} : indeks *customer capital* pada laporan sekuritas untuk saham i pada periode t
- R_{it-1} : *return* saham i pada periode t-1

Hipotesis statistik untuk persamaan 1 ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1. Hipotesis Statistik dari Persamaan 1

Variabel Independen	Variabel Dependen = Trade _{it} Hipotesis (H _a)
IC _{it} (β ₁)	+
HC _{it} (β ₂)	+
SC _{it} (β ₃)	+
CC _{it} (β ₄)	+
R _{it-1} (β ₅)	+

Pengujian hipotesis 2 yang menyatakan bahwa informasi *intellectual capital* memperkuat pengaruh rekomendasi saham terhadap keputusan transaksi perdagangan digunakan persamaan berikut:

$$Trade_{it} = \alpha + \beta_1 UG_{it} + \beta_2 DG_{it} + \beta_3 UG_{it} * IC_{it} + \beta_4 DG_{it} * IC_{it} + \beta_5 R_{it-1} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan

- UG_{it} : variabel *dummy* yang menunjukkan perubahan rekomendasi *Upgrade*. bernilai 1 untuk revisi *upgrade*, bernilai 0 untuk yang lain
- DG_{it} : variabel *dummy* yang menunjukkan perubahan rekomendasi *Downgrade*. bernilai 1 jika terdapat revisi *downgrade*, bernilai 0 untuk yang lain
- UG_{it} * IC_{it} : interaksi variabel *upgrade* rekomendasi dengan indeks *Intellectual capital*. Variabel ini menunjukkan indeks *intellectual capital* pada saham yang mengalami revisi *ugrade* rekomedasi.
- DG_{it} * IC_{it} : Interaksi variabel *downgrade* rekomendasi dengan indeks *Intellectual capital*. Variabel ini menunjukkan indeks *intellectual capital* pada saham yang mengalami revisi *downgrade* rekomedasi.

Hipotesis statistik untuk persamaan 2 ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hipotesis Statistik dari Persamaan 2

Variabel Independen	Variabel Dependen = Trade _{it} Hipotesis (H _a)
UG _{it} (β ₁)	+
DG _{it} (β ₂)	-
UG _{it} * IC _{it} (β ₃)	+
DG _{it} * IC _{it} (β ₄)	-
R _{it-1} (β ₅)	+

Pengujian hipotesis 3 yang menyatakan investor di perusahaan yang memuat informasi IC men-

Informasi *Intellectual Capital* dalam Laporan Analisis Sekuritas: Bermanfaatkah Bagi Investor?

C. Erna Susilawati

dapatkan manfaat yang lebih besar dibandingkan dengan investor perusahaan yang tidak memuat informasi IC dalam laporan analisisnya, akan diuji menggunakan analisis uji beda dua rata-rata. Uji beda dilakukan untuk rata-rata *abnormal return* yang diperoleh dari transaksi perdagangan yang dilakukan oleh perusahaan yang memuat informasi IC dengan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh dari transaksi perdagangan yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak memuat informasi *intellectual capital* pada laporan analisisnya. Pengujian dilakukan pada periode t-3,t-2, t-1, t, t+1, t+2, t+3.

Apabila: μ_1 adalah rata-rata *abnormal return* yang diperoleh berdasarkan transaksi perdagangan di perusahaan yang memuat informasi IC dan μ_2 rata-rata *abnormal return* yang diperoleh berdasarkan transaksi perdagangan di perusahaan yang tidak memuat informasi IC, maka hipotesis statistiknya adalah:

<i>Abnormal return</i>	Hipotesis statistic
t-3, t-2,t-1, t, t+1, t+2, t+3	$H_0: \mu_1 \leq \mu_2$ $H_a: \mu_1 > \mu_2$

HASIL

Data *Intellectual Capital*

Setelah dibersihkan dari peristiwa aksi korporasi, laporan analisis perusahaan sekuritas yang

dapat dianalisis sebanyak 985. Berdasarkan 985 laporan analisis tersebut, selanjutnya dilakukan identifikasi untuk mengetahui apakah didalam laporan yang disampaikan analisis sekuritas memuat informasi tentang *intellectual capital*. Dalam penelitian ini *intellectual capital* di *break down* menjadi *Human Capital (HC)*, *Structural Capital (SC)* dan *Customer Capital (CC)*. Deskripsi data dari 985 laporan yang memuat informasi IC dapat dilihat pada Tabel 3.

Berdasarkan Tabel 3 dapat diketahui bahwa informasi tentang *human capital* paling jarang disampaikan dalam laporan analisis sekuritas, dimana dari 985 laporan hanya 6,7% yang memuat informasi tentang *human capital*. Hal ini menunjukkan bahwa informasi yang berkaitan dengan karyawan dan manajer baik berupa produktivitas, *value added* yang diberikan oleh karyawan dan manajer serta kebijakan-kebijakan yang berkaitan dengan karyawan tidak menjadi perhatian analisis sekuritas. Namun demikian semakin lama, semakin banyak analisis sekuritas yang menyampaikan informasi tentang *human capital* dalam laporan riset yang ditunjukkan dengan adanya peningkatan persentase laporan analisis sekuritas yang memuat informasi *human capital* dari tahun 2009-2011.

Di sisi yang lain *structural capital* menjadi aspek yang banyak disampaikan oleh analisis sekuritas dalam laporannya. Dari hasil analisis terdapat 90% laporan analisis memuat informasi ten-

Tabel 3. Deskripsi Data *Intellectual Capital*

Tahun	Intellectual Capital					
	HC		SC		CC	
	Ya	Tidak	Ya	Tidak	Ya	Tidak
2009	3 (3,4%)	86 (96,6%)	81 (91%)	8 (9%)	15 (16,8%)	74 (83,2%)
2010	20 (5,9%)	314 (94,1%)	303 (91%)	31 (9%)	90 (27%)	244 (73%)
2011	43 (7,6%)	520 (92,4%)	506 (90%)	57 (10%)	157 (28%)	406 (72%)
Keseluruhan	66 (6,7%)	919 (93,3%)	890 (90%)	95 (10%)	262 (26,6%)	723 (73,4%)

tang *structural capital*. Unsur-unsur yang tercakup dalam *structural capital* adalah efisiensi, model bisnis, struktur organisasi, investasi pada teknologi, komunikasi dan informasi antar perusahaan, budaya organisasi, R & D, proyek-proyek yang akan dikerjakan di periode yang akan datang, investasi pada produk baru, produk baru, kredibilitas dan konsistensi terhadap strategi, kualitas produk, lingkungan investasi, dan *networking*. Unsur-unsur tersebut memang berkaitan langsung dengan tingkat keuntungan dan merupakan indikator kinerja yang paling terukur, sehingga analis sekuritas banyak melakukan analisis untuk memperkuat prediksi harga saham yang disampaikan.

Customer capital termasuk juga masih jarang di analisis oleh analis sekuritas. Terbukti dari 985 laporan analis sekuritas hanya 26% yang memuat informasi yang berhubungan dengan *customer capital*. Dalam *customer capital* dilakukan pembahasan tentang segmen pasar berdasarkan produk atau bisnis, penjualan yang dijabarkan berdasarkan produk dan bisnisnya, konsumen baru, hubungan dengan konsumen, prosentase *market share* relatif terhadap kompetitor, kebijakan harga, penjualan

yang dijabarkan berdasarkan konsumennya, ketergantungan pada konsumen utama. Meskipun faktor-faktor tersebut sangat penting bagi perusahaan akan tetapi ternyata analis sekuritas tidak banyak memberikan perhatian, meskipun begitu jumlah laporan analis yang memuat informasi yang berkaitan dengan *customer capital* dari tahun ke tahun mengalami peningkatan.

Hasil Pengujian Hipotesis

Penggunaan *intellectual capital* dalam pengambilan keputusan transaksi

Hipotesis 1 yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah investor menggunakan informasi *intellectual capital* yang tercantum dalam laporan analis sekuritas dalam pengambilan keputusan transaksinya. Hipotesis diuji menggunakan model persamaan:

$$Trade_{it} = a + b_1 IC_{it} + b_2 HC_{it} + b_3 SC_{it} + b_4 CC_{it} + b_5 R_{it-1}$$

Hasil pengujian ditunjukkan pada Tabel 4.

Tabel 4. Pengaruh Informasi *Intellectual Capital* Volume Perdagangan

Variabel independen	Hipotesis	Variabel dependen		Kesimpulan	
		Trade			
		(1)	(2)		
		β (Prob.)	β (Prob.)		
Constanta	?	15.65520*** (0,0000)	14.71863*** (0,000)	-	
IC	+	0.205724* (0,0525)			Terima H _a
HC	+	-	0.857013** (0,0147)		Terima H _a
SC	+	-	1.310358*** (0,0000)		Terima H _a
CC	+	-	0.038190 (0,7723)		Tolak H _a
R _{t-1}	+	1.953214 (0,1549)	2.469594* (0,066)		Tolak H _a
R Square		0.05390	0.056967		
F statistik Prob		2.660883* (0,07039)	14.80013*** (0,0000)		

Keterangan:

*** signifikan pada level 1% ** signifikan pada level 5% * signifikan pada level 10%

Kolom (1) hasil regresi: $Trade = \alpha + \beta_1 IC + \beta_2 R_{t-1}$

Kolom (2) hasil regresi: $Trade = \alpha + \beta_1 HC + \beta_2 SC + \beta_3 CC + \beta_4 R_{t-1}$

Dimana *Trade* merupakan volume perdagangan, *IC* adalah indeks *intellectual capital*, *R_{t-1}* adalah *return* saham sebelum laporan analis dikeluarkan, *HC* adalah *Human Capital*, *SC* adalah *Structural Capital* dan *CC* adalah *Customer Capital*

Informasi *Intellectual Capital* dalam Laporan Analisis Sekuritas: Bermanfaatkah Bagi Investor?

C. Erna Susilawati

Tabel 4 menunjukkan *R-square* dari persamaan 1 dan persamaan 2 mengalami sedikit peningkatan. Hal disebabkan karena IC di persamaan 2 di *break-down* menjadi 3 yaitu HC, SC dan CC. *R-square* untuk kedua persamaan relatif kecil yaitu sebesar 5%. Artinya variabel-variabel yang diuji dalam penelitian ini hanya memberikan kontribusi terhadap pergerakan volume perdagangan sebesar 5%. Hal ini sangat dimungkinkan karena informasi *intellectual capital* memang belum banyak dieksplorasi dan belum dianggap sebagai faktor penting yang memengaruhi pergerakan harga saham.

Berdasarkan hasil analisis regresi maka dapat diketahui bahwa variabel IC berpengaruh positif terhadap variabel *trade*. Hal ini menunjukkan bahwa informasi IC yang dicantumkan didalam laporan analisis sekuritas menjadi perhatian investor. Investor bereaksi positif terhadap keberadaan informasi IC. Informasi IC berpengaruh positif terhadap volume perdagangan yang artinya semakin banyak informasi IC menjadi pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan yang terlihat melalui adanya peningkatan volume perdagangan.

Berdasarkan persamaan (2) dimana informasi IC dipecah menjadi *human capital*, *structural capital* dan *customer capital*, menunjukkan bahwa *human capital* dan *structural capital* berpengaruh positif terhadap volume perdagangan. *Human capital* meskipun tidak banyak dieksplorasi oleh analisis sekuritas, tetapi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *human capital* meningkatkan volume perdagangan. Artinya investor mempertimbangkan faktor *human capital* dalam pengambilan keputusan transaksinya. Sementara itu variabel *structural capital* juga berpengaruh positif terhadap volume perdagangan. Seperti sudah dijelaskan di atas, unsur-unsur dalam *structural capital* mencakup hal-hal yang menjadi indikator kinerja perusahaan yang mudah di ukur. Oleh karenanya wajar apabila *structural capital* menjadi informasi yang sangat dipertimbangkan oleh investor. Di sisi lain *customer capital*, dalam penelitian ini ternyata tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan. *Customer*

capital tidak banyak dieksplorasi oleh analisis sekuritas, sehingga investor pun tidak menyadari akan adanya informasi tersebut dan tidak mempertimbangkannya sebagai acuan untuk melakukan transaksi perdagangan.

Return saham sebelum laporan analisis sekuritas dikeluarkan merupakan variabel yang digunakan sebagai kontrol. Dalam penelitian ini variabel *return* saham sebelum laporan dikeluarkan tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan. Hal ini berbeda dengan penelitian-penelitian serta fenomena yang banyak terjadi dimana peningkatan volume perdagangan disebabkan karena adanya *return* di hari sebelumnya.

Berdasarkan hasil pengolahan data dimana IC baik secara keseluruhan maupun di *breakdown* berpengaruh positif signifikan terhadap volume transaksi perdagangan maka dapat disimpulkan, hipotesis yang menyatakan bahwa investor menggunakan informasi IC dalam pengambilan keputusan transaksi dapat diterima.

Pengaruh *intellectual capital* terhadap hubungan rekomendasi saham dan volume perdagangan

Hipotesis 2 dalam penelitian ini adalah informasi *intellectual capital* memperkuat pengaruh rekomendasi saham terhadap keputusan transaksi perdagangan. Hipotesis tersebut coba dibuktikan menggunakan persamaan berikut:

$$\text{Trade}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{UG}_{it} + \alpha_2 \text{DG}_{it} + \alpha_3 \text{UG}_{it} * \text{IC}_{it} + \alpha_4 \text{DG}_{it} * \text{IC}_{it} + \alpha_5 \text{R}_{it-1}$$

Pengaruh rekomendasi saham terhadap keputusan transaksi perdagangan ditunjukkan melalui variabel revisi rekomendasi *UpGrade* (UG) dan revisi rekomendasi *DownGrade* (DG). Hal ini disebabkan revisi lebih mengandung arti dibandingkan dengan level rekomendasi itu sendiri. Hasil pengujian ditunjukkan pada Tabel 5.

Tabel 5 merupakan hasil analisis regresi untuk membuktikan hipotesis bahwa informasi IC memperkuat pengaruh revisi rekomendasi saham terhadap volume transaksi perdagangan. Persamaan 1 dan 2 menunjukkan bahwa kedua persamaan memiliki kontribusi yang kecil terhadap perubahan volume perdagangan. Dimana pada persamaan 1 revisi rekomendasi saham hanya memberikan kontribusi sebesar 2,5% dan pada persamaan 2 dimana digunakan variabel interaksi antara revisi rekomendasi saham dengan IC juga hanya memberikan kontribusi sebesar 3%. Namun demikian kedua persamaan bisa digunakan untuk melakukan analisis pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen karena memiliki nilai F hitung yang signifikan di level 0%.

Persamaan 1 menunjukkan bahwa variabel UG Rec berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sedangkan variabel DGRec tidak berpengaruh secara signifikan. Hal ini bisa disebabkan karena revisi *upgrade* menjadi sinyal positif bagi investor tentang kondisi emiten. Oleh karenanya

investor juga merespon secara positif sehingga menambah volume transaksi perdagangannya. Sedangkan revisi rekomendasi *downgrade* tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Hal ini karena revisi *downgrade* merupakan sinyal negatif tentang kondisi perusahaan, akibatnya investor lebih memilih untuk tidak melakukan tindakan sehingga volume perdagangan pun tidak terpengaruh.

Berdasarkan persamaan 2, hasil interaksi antara revisi rekomendasi saham dan IC, menunjukkan bahwa interaksi IC dengan revisi *upgrade* berpengaruh positif terhadap volume transaksi perdagangan. Sebaliknya interaksi IC dengan revisi rekomendasi *downgrade* tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil dari persamaan (1) dan (2) ini menunjukkan bahwa IC memang memperkuat pengaruh revisi rekomendasi saham terhadap volume transaksi perdagangan. Sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa informasi IC memperkuat pengaruh revisi rekomendasi saham terhadap volume transaksi perdagangan diterima.

Tabel 5. Pengaruh Informasi *Intellectual Capital* pada Hubungan Revisi Rekomendasi Saham dengan Volume Perdagangan

Independen variabel	Hipotesis	Dependen variabel		Kesimpulan	
		Trade			
		(1)	(2)		
		β (prob)	β (prob)		
Konstanta	?	15.77836*** (0,000)	15.77707*** (0,000)		
UG_Rec	+	0.767341 *** (0,0000)		Terima H_a	
DG_Rec	+	0.066372 (0.7145)		Tolak H _a	
R _{t-1}	+	1.460775 (0.2819)	1.603753 (0.2360)	Tolak H _a	
UGRec*IC	+	0.736924** (0.0016)		Terima H_a	
DGRec*IC	+	-0.017741 (0.9601)		Tolak H _a	
R_Squared		0.023519	0.033413		
F Statistik Prob.		7.875975*** (0.000034)	6.768489*** (0,000)		

Keterangan:

*** signifikan pada level 1%, ** signifikan pada level 5%; * signifikan pada level 1%.

Kolom (1) hasil regresi: $Trade = \alpha + \beta_1 UG Rec_t + \beta_2 DG Rec_t + \beta_3 R_{t-1}$

Kolom (2) hasil regresi: $Trade = \alpha + \beta_3 UG Rec^*IC + \beta_4 DG Rec_t^*IC + \beta_5 R_{t-1}$

Dimana *Trade* merupakan volume perdagangan, *IC* adalah indeks *intellectual capital*, *R_{t-1}* adalah *return* saham sebelum laporan analisis dikeluarkan. UG Rec adalah variabel revisi rekomendasi *upgrade* dan DgRec adalah variabel revisi rekomendasi *downgrade*

Manfaat informasi *intellectual capital* bagi investor

Pengujian selanjutnya dalam penelitian ini adalah untuk membuktikan bahwa investor yang menggunakan informasi dari analisis sekuritas yang memuat informasi IC akan memperoleh keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan investor yang menggunakan informasi analisis sekuritas yang tidak memuat informasi IC. Pengujian dilakukan menggunakan alat analisis uji beda 2 rata-rata. Hasil analisis bisa dilihat pada Tabel 6.

Hasilnya menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* untuk perusahaan yang laporan analisisnya memuat informasi IC lebih tinggi (0,0127) dibandingkan yang tidak memuat informasi IC (0,0008). Hal ini berarti keberadaan informasi IC memberikan manfaat bagi investor, karena bisa memberikan keuntungan yang lebih besar. Secara statistik kedua rata-rata *abnormal return* tersebut diuji menggunakan metode *independent sample t test* yang hasilnya ditunjukkan pada Tabel 7.

Tabel 7 menunjukkan bahwa nilai F dari Levene's test signifikan pada level 1%. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* dari perusahaan yang laporan analisisnya memuat informasi IC secara signifikan lebih besar dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* dari perusahaan yang laporan analisisnya tidak memuat informasi IC. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa investor yang menggunakan informasi dari analisis sekuritas yang memuat informasi IC akan memperoleh keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan investor yang menggunakan informasi analisis sekuritas yang tidak memuat informasi IC bisa diterima.

PEMBAHASAN

Informasi IC merupakan informasi penting yang bisa menjadi salah satu acuan bagi investor untuk mengambil keputusan investasi. Penelitian Meca & Martinez (2007), lebih dari 70% laporan analisis sekuritas yang dianalisis, memuat informasi

Tabel 6. Pengelompokan *Abnormal Return*

Kode IC	N	Mean	Std.Deviation	Std.Error Mean
1,00	792	0,0127	0,10103	0,00359
2,00	193	0,0008	0,06584	0,00474

Keterangan: *Abnormal return* dikelompokkan menjadi *abnormal return* yang berasal dari perusahaan yang laporan analisisnya memuat informasi *intellectual capital* diberi kode 1 dan *abnormal return* yang berasal dari perusahaan yang laporan analisisnya tidak memuat informasi *intellectual capital* diberi kode 2.

Tabel 7. Hasil *Independent Sample T test*

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2 tailed)	Mean Diffrc.	SE. Diffrc	95% Confidence Interval of the Diffrc.	
								Lower	Upper
Equal variance assumed	14,391	0,000	1,560	983	0,119	0,01192	0,00764	-0,00308	0,02691
Equal variance not assumed			2,004	440,368	0,046	0,01192	0,00595	0,00023	0,02360

tentang IC. Begitu juga dalam penelitian ini hampir 80,5% laporan analis sekuritas yang di analisis memuat informasi IC. Keberadaan informasi tersebut diharapkan bisa memberikan manfaat bagi investor apabila menjadikannya sebagai bahan pertimbangan untuk pengambilan keputusan transaksi perdagangan.

Apakah informasi IC dimanfaatkan oleh investor dalam pengambilan keputusan transaksi perdagangannya terjawab melalui hasil pengujian hipotesis 1. IC baik secara keseluruhan maupun di *breakdown* berpengaruh positif signifikan terhadap volume transaksi perdagangan. Hasil tersebut bisa diartikan bahwa investor mempergunakan informasi IC dalam pengambilan keputusan transaksi perdagangannya. Hasil ini mendukung penelitian Meca & Martinez (2007) yang mengindikasikan bahwa informasi IC merupakan informasi yang penting dan penelitian Pulic & Bornemann (1998), yang menyatakan IC memberikan keunggulan bersaing bagi perusahaan dan memiliki peran yang cukup besar dalam meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga apabila informasi IC diinformasikan kepada investor melalui laporan analis sekuritas, bisa memberikan nilai tambah bagi investor. Pada tahapan ini ternyata investor memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan transaksi perdagangan.

Tahapan berikutnya dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah informasi IC yang dimanfaatkan oleh investor memperkuat pengaruh revisi rekomendasi saham yang disampaikan investor terhadap keputusan transaksi perdagangan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa revisi *upgrade* berpengaruh positif terhadap volume transaksi perdagangan. Revisi rekomendasi *upgrade* menjadi sinyal positif bagi investor tentang kondisi emiten. Oleh karenanya investor merespon secara positif sehingga menambah volume transaksi perdagangan. Sedangkan revisi rekomendasi *downgrade* tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Hal ini karena revisi *downd-*

grade merupakan signal negatif tentang kondisi perusahaan, akibatnya investor lebih memilih untuk tidak melakukan tindakan sehingga volume perdagangan pun tidak terpengaruh.

Temuan berikutnya adalah hasil interaksi antara revisi rekomendasi saham dan IC, dimana interaksi IC dengan revisi *upgrade* berpengaruh positif terhadap volume transaksi perdagangan. Sebaliknya interaksi IC dengan revisi rekomendasi *downgrade* tidak berpengaruh secara signifikan. Dengan demikian dapat diartikan IC memang memperkuat pengaruh revisi rekomendasi saham terhadap volume transaksi perdagangan.

Hasil ini memperkuat temuan-temuan dalam penelitian Chan *et al.* (2009) yang menganalisis konsistensi transaksi yang dilakukan perusahaan sekuritas dan rekomendasi yang diberikan oleh analisnya menunjukkan hasil bahwa volume transaksi perdagangan yang dilakukan oleh perusahaan sekuritas dipengaruhi oleh rekomendasi saham yang diberikan oleh analisnya. Volume perdagangan, dalam hal ini merupakan keputusan transaksi perdagangan yang diambil investor. Mengingat informasi IC merupakan informasi yang dianggap penting oleh analis sekuritas untuk disampaikan kepada investor (Meca & Martinez, 2007) maka pengaruh rekomendasi saham terhadap keputusan transaksi perdagangan akan semakin kuat apabila investor mempertimbangkan informasi IC dalam keputusan transaksinya.

Sesuai dengan tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengetahui manfaat informasi IC bagi investor maka tahapan pengujian yang terakhir menjawab pertanyaan tersebut. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* dari perusahaan yang laporan analisnya memuat informasi IC secara signifikan lebih besar dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* dari perusahaan yang laporan analisnya tidak memuat informasi IC. Hasil ini memperkuat argumentasi Asquith *et al.* (2005) dan Huang *et al.* (2009) bahwa melakukan transaksi perdagangan berdasarkan rekomendasi

saham, target harga dan juga estimasi laba memberikan manfaat bagi investor, maka apabila investor juga mempertimbangkan informasi IC maka diharapkan manfaat yang diperoleh akan semakin besar.

Berdasarkan temuan dan pembahasan dari masing-masing pengujian maka dapat dikatakan bahwa informasi IC yang dimuat dalam laporan analisis sekuritas dimanfaatkan oleh investor dalam pengambilan keputusan transaksi perdagangan. Temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa informasi IC yang menjadi perhatian investor adalah informasi yang berkaitan dengan *human capital* dan *structural capital*. Sedangkan informasi yang berkaitan dengan *customer capital* tidak terlalu menjadi perhatian investor. Hal ini dimungkinkan karena *human capital* sangat jarang dieksplorasi oleh analis sekuritas, sehingga pada saat informasi tersebut disampaikan berarti analis menganggap informasi itu penting sehingga investornya meresponnya. Sedangkan *structural capital*, merupakan bentuk informasi yang merupakan indikator kinerja yang terukur, sehingga mudah dipahami oleh investor. Oleh karenanya informasi tersebut menjadi perhatian investor. Sedangkan *customer capital* selain karena jarang diekspos oleh analis sekuritas kemungkinan juga disebabkan karena informasi ini tidak mudah untuk dipahami dan dihubungkan dengan kinerja perusahaan. Akibatnya investor tidak meresponnya.

Dari sisi revisi rekomendasi saham, hanya revisi rekomendasi *upgrade* yang direspon oleh investor dan keberadaan informasi IC memperkuat pengaruh respon tersebut terhadap volume transaksi perdagangan. Oleh karenanya maka manfaat yang diterima oleh investor yang memanfaatkan informasi IC dalam pengambilan keputusannya akan mendapatkan manfaat yang lebih besar. Manfaat ini ditunjukkan melalui rata-rata *abnormal return* perusahaan yang laporan analisisnya memuat informasi IC lebih besar dibandingkan rata-rata *abnormal return* perusahaan yang laporan analisisnya tidak memuat informasi IC.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui nilai kemanfaatan informasi *intellectual capital* (IC) yang tercantum dalam laporan analisis sekuritas bagi investor dan menunjukkan peran analisis sekuritas dalam menyampaikan informasi tentang kondisi emiten kepada investor sehingga asimetri informasi berkurang. Harapannya, hasil penelitian ini bisa berguna sebagai masukan bagi investor untuk lebih optimal dalam memanfaatkan semua informasi yang disampaikan oleh analis sekuritas dan memperoleh manfaat yang lebih besar.

Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa informasi IC telah dimanfaatkan oleh investor dalam pengambilan keputusan transaksi perdagangannya, terutama informasi *human capital* dan *structural capital*. Sementara informasi mengenai *customer capital* belum dimanfaatkan oleh investor. Selain itu revisi rekomendasi saham dalam bentuk *upgrade* yang berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya merupakan informasi yang menjadi pertimbangan penting dalam pengambilan keputusan transaksi, dalam penelitian ini hubungan tersebut diperkuat dengan adanya informasi IC. Manfaat yang diperoleh investor setelah menggunakan informasi IC dalam keputusan transaksi perdagangannya adalah memperoleh keuntungan yang lebih besar dibanding investor lain yang tidak memiliki informasi IC yang bisa menjadi bahan pertimbangan dalam keputusan transaksi perdagangannya. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan informasi IC apabila dimanfaatkan oleh investor bisa memberikan keuntungan yang lebih besar.

Temuan ini bisa menjadi masukan bagi analis sekuritas untuk lebih banyak melakukan eksplorasi terhadap informasi-informasi IC dari emiten-emiten yang dianalisis. Keberadaan informasi ini dalam laporan analisis sekuritas selain bermanfaat bagi

investor juga memberikan nilai tambah bagi perusahaan sekuritas untuk bisa menarik nasabah yang lebih banyak karena nasabah memiliki informasi yang lebih lengkap tentang emiten.

Saran

Penelitian ini mencoba melakukan eksplorasi lintas bidang ilmu antara ilmu yang berkaitan dengan pasar modal dan ilmu bidang *human resources*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saat ini ilmu pengetahuan saling terkait antara satu bidang dengan bidang yang lain. Diharapkan hasil penelitian ini bisa membuka wawasan baru di bidang pasar modal dan IC yang saling berkaitan dan memberikan manfaat.

Hasil penelitian ini bisa dimanfaatkan oleh analis sekuritas dalam menyampaikan informasi tentang emiten kepada investor. Analis sekuritas disarankan untuk memasukkan informasi IC dalam laporannya sehingga investor memperoleh informasi yang lebih banyak dan seimbang.

Penelitian ini menggunakan informasi IC sebagai faktor dalam laporan analis sekuritas yang diuji untuk mengetahui manfaatnya bagi investor. Bagi peneliti selanjutnya, melakukan eksplorasi terhadap faktor-faktor lain yang berkaitan dengan informasi emiten akan menambah pengetahuan investor sehingga mengurangi kesalahan dalam memilih investasinya.

DAFTAR PUSTAKA

- Asquith, P., Mikhail, M. B., & Au, A.S. 2005. Information Content of Equity Analyst Reports. *Journal of Financial Economics*, 75(2): 245-282.
- Bontis, N. 1999. Managing Organizational Knowledge by Diagnosing Intellectual Capital: Framing and Advancing the State of the Field. *International Journal of Technology Management*, 18(5-8): 433-463.
- Chan, K.W., Chang, C., Wang, A. 2009. Put Your Money Where Your Mouth Is: Do Financial Firm Follow Their Own Recommendation? *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 49(3): 1095-1112.
- Francis, J. & Soffer, L. 1997. The Relative Informativeness of Analyst Stock Recommendation and Earning Forecast Revision. *Journal of Accounting Research*, 35(2): 193-211.
- Galanti, S. 2004. *Stock Analysts' Recommendations and Market Participation*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=876432 or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.876432> (Diakses tanggal 23 Nopember 2012).
- Huang, J., Mian, G. M., and Sankaraguruswamy, S. 2009. The Value of Combining the Information Content of Analyst Recommendation and Target Prices. *Journal of Financial Market*, 12(4): 754-777.
- Jegadeesh, R., Kim, J., Krische, S. D., & Lee, C.M. 2004. Analyzing the Analysts: When Do Recommendation Add Value? *Journal of Finance*, 52(3): 859-874.
- Liu, P. L.; Smith, S and Syed, A. 1990. Stock Price Reaction to the Wall Street Journal Securities Recommendation. *Journal of Accounting and Economics*, 25(3):101-127.
- Mayo, A. 2000. *The Role of Employee Development in the Growth of Intellectual Capital*. www.emerald-library.com. (Diakses tanggal 20 Nopember 2012).
- Meca, G. E, Martinez, I. 2007. The Use of Intellectual Capital Information in Investment Decisions an Empirical Study using Analyst Reports. *The International Journal of Accounting*, 42(1): 57-81.
- Moshirian, F., David, Ng., & Wu, E. 2009. The Value of Stock Recommendation: Evidence from Emerging Market. *International Review of Financial Analysis*, 18(1-2): 74-83.
- Piotroski, J.D. & Roulstone, D. T. 2004. The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-specific Information into Stock Prices. *The Accounting Review*, 79(4): 1119-1151.
- Pulic A. & Bornemann. 1998. *The Physical and Intellectual Capital of Austrian Banks*. www.measuring-ip.at/Papers/Pulic/Bank/en-bank.html (Diakses tanggal 8 Desember 2012).
- Ramnath, S., Rock, S., dan Shane, P. 2008. The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestion for Future Research. *International Journal of Forecasting*, 24(1): 34-75.

Informasi *Intellectual Capital* dalam Laporan Analisis Sekuritas: Bermanfaatkah Bagi Investor?

C. Erna Susilawati

Stickel, S. 1995. The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendation: *Financial Analysts Journal*, 51(5): 25-39.

Susilawati, E.C. 2011. Manfaat Informasi Analisis Sekuritas dan Dampaknya terhadap Price Informativeness

Saham. *Disertasi*. Program Doktor Pascasarjana Universitas Indonesia Jakarta.

Womack, K L. 1996. Do Brokerage Analyst Recommendation Have Investment Value? *The Journal of Finance*, 51(1): 137-167