

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Pengungkapan IC dan Prospektus IPO

Menurut See dan Rashid (2011) prospektus adalah dokumen pengungkapan terperinci yang disiapkan sesuai dengan persyaratan yang ditetapkan oleh bursa saham setiap kali perusahaan berencana untuk menerbitkan sekuritas kepada publik. Sebagai media penting untuk mempromosikan sekuritas yang ditawarkan, tujuan prospektus adalah untuk memastikan bahwa investor dan analis memiliki informasi tentang perusahaan sebelum IPO. Oleh karena itu, pengungkapan sukarela, misalnya, informasi yang relevan dengan IC merupakan aspek penting dari proses pelaporan karena melengkapi pengungkapan keuangan konvensional untuk meningkatkan kualitas pengungkapan dan transparansi.

Pengungkapan informasi kualitatif akan membantu mengurangi masalah asimetri informasi dan memfasilitasi penilaian perusahaan yang lebih baik, menurunkan biaya modal perusahaan (Bukh, 2003). Dengan demikian, pengungkapan IC yang lebih banyak dianggap bermanfaat bagi investor dan sebagai dasar untuk membedakan perusahaan dari pesaing mereka.

Kebutuhan akan lebih banyak informasi IC sangat penting dalam IPO karena terdapat asimetri informasi sangat tinggi (Guo *et al.* 2004). Perusahaan yang menerbitkan IPO juga kurang dikenal oleh investor dan analis karena mereka masih baru di pasar, yang dapat mengarah ke ketidakpastian yang lebih besar tentang prospek masa depan mereka dan dengan demikian meningkatkan biaya

modal (Flostrand & Strom, 2006) . Pengungkapan IC dalam prospektus IPO merupakan cara penting untuk memperbaiki kesenjangan asimetri informasi ini dan menurunkan biaya modal, sehingga memaksimalkan nilai *gopublic* (Bukh *et al.* 2005). Singkatnya, semakin tinggi keinginan perusahaan untuk menginformasikan pasar mengenai keberadaan sumber daya IC mereka dalam prospektus yang berkaitan dengan kebutuhan informasi investor dan analis, pengungkapan IC tersebut dapat meningkatkan kepercayaan diri investor dan analis yang mengarah ke IPO berkualitas tinggi (See & Rashid, 2011).

2.2. Intellectual Capital (IC)

Intellectual Capital adalah aset yang tidak mempunyai wujud di dalam bentuk sumber daya informasi serta juga pengetahuan yang fungsinya dalam peningkatan kemampuan bersaing dan juga bisa meningkatkan kinerja perusahaan (Riadi, 2017). *International Federation of Accountant* (IFAC) menyatakan terdapat beberapa istilah yang hampir mirip dengan *intellectual capital*, diantaranya ialah *intellectual property*, *intellectual asset*, *knowledge asset* yang itu semua memiliki maksud sebagai modal yang basisnya itu pada pengetahuan yang ada pada perusahaan.

Penelitian mengenai IC telah dimulai sejak tahun 1990an (Choong, 2008) . Sejumlah kajian telah dilakukan untuk menginvestigasi metode penilaian dan pengukuran IC, tabel 2.1 merangkum nama-nama metode yang “dianggap” sebagai metode untuk menilai dan mengukur IC (Ulum, 2014).

Tabel 2.1
Metode Penilaian dan Pengukuran IC

No.	Nama Metode	Penemu/Pengusul	Tahun
1.	Balanced Scorecard	Robert S. Kaplan dan David P. Norton	1992
2.	Calculated Intangible Value	Thomas A. Stewart	1997
		David H. Luthy	1998
3.	Citation-Weighted Patent	Bronwyn H. Hall, Adam B. Jaffe, dan Manuel Trajtenberg	2001
4.	Holistic Value Approach	Göran Roos, J. Roos, Nicola C. Dragonetti, dan Leif Edvinsson	1997
5.	Intellectual Capital Audit	Annie Brooking	1996
6.	Intellectual Capital-Index	Göran Roos	1997
7.	Inclusive Value Methodology	Philip K. M'Pherson dan Stephan Pike	2001
8.	Intangible Asset Monitor	Karl Erik Sveiby	1997
9.	Intangibles Scoreboard	Baruch Lev	1999
10.	Intellectual Capital Benchmarking System	José Maria Viedma	1999, 2001
11.	Intellectual Capital Dynamic Value	Ahmed Bounfour	2002
12.	Intellectual Capital Statements	Jan Mouritsen	2001
13.	iValuing Factor	Ken Standfield	2001
14.	Market-To-Book Ratio	Thomas A. Stewart	1997
15.	Skandia Navigator	Leif Edvinsson dan Michael S. Malone	1997
16.	Sullivan's Work	Patrick H. Sullivan	1998, 2000
17.	Value-Added Intellectual Coefficient (VAIC)	Ante Pulic	1998
18.	Value Chain Scoreboard/ <i>Value Chain Blueprint</i>	Baruch Lev	2001, 2003
19.	Extended VAIC	Jamal A. Nazari dan Irene M. Herremans	2007
20.	iB-VAIC	Ihyaul Ulum	2013

Sumber: Ulum (2015a)

2.3. Long-run Underperformance

Studi tentang kinerja jangka panjang mungkin adalah studi yang paling kontroversial antara tiga anomali IPO: *underpricing*, *long run underperformance*, dan *hot issue market* (Cardi *et al.* 2018). Masih terdapat banyak perdebatan tidak hanya tentang penyebab fenomena tersebut, tetapi terutama tentang bagaimana hal tersebut harus diukur. Selain itu, dimensi *event* pada setiap negara secara signifikan sangat berbeda.

Sejauh apa yang menyebabkan fenomena ini, beberapa penelitian mencoba menemukan penjelasan untuk kinerja jangka panjang dengan menggunakan model *underpricing*. khususnya, *signaling hypothesis* (Ritter, 1991), *the marketing hypothesis* (Hanley, 1993), *the legal liability* (Hughes & Thakor, 1992) atau kehadiran *agency cost* (Mikkelsen *et al.* 1997 dalam Cardi *et al.* 2018) tampaknya kurang memberikan dukungan empiris. Kemudian sejumlah besar literatur telah berusaha untuk menemukan model alternatif menggunakan *behavioral explanations* (Miller, 2000). Sebagian besar masalah muncul dari cara mengukur kinerja jangka panjang. Faktanya, sudah diketahui bahwa fenomena tersebut dipengaruhi oleh metodologi yang digunakan (Barber & Lyon, 1997).

2.4. Studi Empiris Mengenai Pengaruh Pengungkapan IC terhadap Kinerja jangka panjang saham

Literatur sebelumnya telah menunjukkan pentingnya pengungkapan modal intelektual dalam IPO karena mampu mengurangi asimetri informasi (Guo *et al.* 2004). Selain itu, dengan menutup kesenjangan informasi, perusahaan meningkatkan likuiditas saham, sehingga meningkatkan kinerja saham dari waktu ke waktu (Richardson & Welker, 2001). Meskipun telah diakui bahwa karakteristik non-keuangan adalah prediktor kinerja seluruh perusahaan, pasar masih lambat dalam mengidentifikasi manfaat tersebut (Mavrinac & Siesfeld, 1998), karena pengungkapan IC investasi dicatat sebagai biaya.

Sepengetahuan penulis, sangat sedikit penelitian yang berusaha mengklarifikasi peran pengungkapan modal intelektual pada kinerja pasca IPO

dan hasil-hasil yang sudah ada cenderung tidak konsisten. Studi Heniro *et al.* (2007) menggunakan sampel 228 perusahaan Singapura selama periode 1997-2003, menemukan hubungan negatif antara pengungkapan IC dan kinerja saham jangka panjang. Hasil ini mendukung gagasan ketika terlalu banyak informasi diungkapkan tentang aset tidak berwujud maka akan memberikan dampak negatif terhadap kinerja saham. Sebaliknya, studi di Jepang yang dilakukan oleh Nielsen *et al.* (2015) pada 120 perusahaan yang *gopublic* pada tahun 2003, muncul dengan hubungan positif. Dengan kata lain, mereka memperhatikan bahwa kinerja selama bertahun-tahun akan lebih baik jika perusahaan mengungkapkan informasi *intangible* yang lebih banyak pada prospektus mereka. Penelitian (Bessler & Bittlemeyer, 2008) memberikan hasil serupa yang berfokus pada pengaturan IPO Jerman. Mereka menemukan bahwa perusahaan teknologi tinggi yang berinvestasi lebih banyak dalam R&D dan paten, memiliki kinerja jangka panjang yang lebih baik. Selain itu, Guo *et al.* (2004) mengidentifikasi pada sampel 2696 US IPO memberikan hubungan yang signifikan dan positif antara kegiatan R&D dan kinerja saham jangka panjang. Dengan kata lain, mereka mendukung gagasan bahwa R&D berperan sebagai kontributor utama dalam menjelaskan tren saham dari waktu ke waktu.

2.5. Pengembangan Hipotesis

Kinerja jangka panjang dari IPO telah menjadi subjek dari berbagai penelitian dalam beberapa tahun terakhir (misalnya, Cardi *et al.* 2018, Nielsen *et al.* 2015). Tinjauan menyeluruh mengenai kinerja jangka panjang ini dapat ditemukan

di Ritter (1991), yang menemukan bukti bahwa IPO secara substansial berkinerja buruk yang ditentukan dari *closing price* pada hari pertama perdagangan publik hingga tahun ketiga mereka (sekitar 29% di periode ketiga setelah peluncuran mereka). Kebanyakan studi kinerja jangka panjang dari IPO dilakukan di AS dan umumnya perusahaan-perusahaan tersebut akan *underperformed*. Sebagai contoh, Rajan dan Servaes (1997) menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, IPO kinerjanya buruk antara 17% - 47%. Hasil penelitian Ritter & Welch (2002) menunjukkan bahwa IPO di AS yang masuk ke pasar selama tahun 1980-2001, berkinerja buruk di pasar sekitar 23% dalam tiga tahun pertama sejak *listing* mereka. Tabel 2.2 memberikan gambaran mengenai *long-term underperformance* dan *long-term overperformance* IPO pada beberapa negara.

Tabel 2.2
Kinerja Jangka Panjang Pasca IPO

Negara	Peneliti	Jumlah IPO	Periode	Kinerja Pasca IPO
Australia	Lee, Taylor, Walter (1996)	266	1976-89	-46,5%
Austria	Aussenegg (1997)	57	1965-93	-27,3%
Brazil	Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993)	62	1980-90	-47,0%
Canada	Kooli dan Suret (2003)	445	1991-98	-16,86%
Chile	Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993)	28	1982-90	-23,7%
Eropa (4 negara)	Vismara, Paleari, Ritter (2012)	3755	1995-09	-19,0%
Finland	Keloharju (1993)	79	1984-89	-21,1%
Germany	Ljungqvist (1997)	145	1970-90	-12,1%
Hong Kong	Dawson (1987)	21	1978-83	-9,3%
Indonesia	Pujiharjanto (2003)	124	1992-98	-9,78%
Indonesia	Martani (2004)	297	1989-00	-35,37%
Indonesia	Suroso (2005)	216	1992-02	-18,95%
Indonesia	Manurung dan Soepriyono (2006)	71	2000-02	-47,42%
Indonesia	Suherman dan Buchdadi (2011)	37	2001-05	-25,68%
Japan	Cai dan Wei (1997)	172	1971-90	-27,0%
Korea	Kim, Krinsky, Lee (1995)	99	1985-88	+2,0%
Malaysia	Dawson (1987)	21	1978-83	+18,2%
Malaysia	Jelic, et.al (2001)	182	1980-95	+24,83%
Malaysia	Corhay, et.al (2002)	258	1992-96	+41,71%
Malaysia	Ahmad-Zaluki, Campbell, Goodacre (2007)	454	1990-00	+32,63%
Mexico	Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993)	37	1987-90	-19,6%
New Zealand	Firth (1997)	143	1979-87	-10,0%
Singapore	Dawson (1987)	39	1978-83	-2,7%
Sweden	Loughran, Ritter, Rydqvist (1994)	162	1980-90	+1,2%
Taiwan	Wen & Cao (2013)	121	2005-07	-55,12%
United Kingdom	Levis (1993)	712	1980-88	-8,1%
USA	Loughran, Ritter (1995)	4753	1970-90	-20,0%
USA	Eckbo, Norli (2000)	6379	1972-98	-28,8%
USA	Gompers, Lerner (2003)	3661	1935-72	-21,3%
USA	Ang, Gu, Hochberg (2005)	4843	1970-96	-20,2%

Sumber: (Suherman, 2016)

Walaupun sudah banyak penelitian yang berfokus pada *long-term underperformance* pada IPO sebagai topik utama, masih sedikit bukti-bukti empiris yang menunjukkan efek dari pengungkapan IC terhadap kinerja jangka panjang saham IPO. Sehubungan fokus penelitian ini adalah pada pengungkapan

modal intelektual dalam prospektus IPO, (Bessler & Bittlemeyer, 2008) menemukan bahwa inovasi, paten, dan modal intelektual adalah faktor penting yang memiliki dampak positif pada penilaian dan pada kinerja saham jangka panjang khususnya perusahaan teknologi muda. Selanjutnya Guo *et al.* (2004) menemukan bukti serupa; Intensitas R&D terkait positif dengan *the long-run performance*. Hasil penelitian Cardi *et al.* (2018) juga menemukan bahwa pengungkapan IC terkait positif terhadap kinerja saham 12 dan 36 bulan setelah IPO. Namun, ada juga penelitian yang memberikan hasil negatif seperti hasil penelitian yang dilakukan oleh Heniro *et al.* (2007) yang menggunakan sampel 228 perusahaan Singapura dalam jangka waktu 1997-2003.

Perbedaan hasil tersebut menyebabkan topik ini menjadi menarik untuk diteliti di Indonesia karena di Indonesia sering mengalami *underperformance* dan dengan penelitian ini kita dapat mengetahui bahwa pengungkapan informasi IC pada IPO memiliki dampak terhadap kinerja saham pasca IPO di Indonesia. Terlebih lagi, hasil penelitian Cardi *et al.* (2018) mengatakan bahwa hasil penelitian mereka dapat digeneralisasikan pada negara lain.

Lebih banyak penelitian yang memberikan hasil positif terkait pengungkapan IC terhadap kinerja jangka panjang saham IPO dari pada yang memberikan hasil negatif. Dapat diharapkan bahwa pengungkapan IC yang lebih besar akan meningkatkan transparansi terhadap investor pasar sekunder sehingga memungkinkan para investor untuk melakukan evaluasi perspektif yang lebih akurat dari bisnis perusahaan tersebut, dengan demikian meningkatkan permintaan jangka panjang untuk sahamnya. Hipotesis untuk penelitian ini adalah:

Ha: Informasi IC yang diungkapkan dalam prospektus IPO secara positif berdampak terhadap kinerja saham jangka panjang.

