

PENGARUH INTELLECTUAL CAPITAL, KEBIJAKAN PERUSAHAAN, RISIKO BISNIS TERHADAP REAKSI PASAR

Sabrina Firdasari

sabrina.firdasari123@gmail.com

Wahidahwati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to examine the effect of intellectual capital, debt policy, investment policy, operational policy and business risks on the market reaction. Population was manufacturing companies which were listed on Indonesia Stock Exchange 2013-2017. While, the data collection technique used purposive sampling with four determined criteria. In line with, there were 87 companies as sample per year with total of 435 firm years. More over, the data analysis technique used multiple linear regression with SPSS 20. The research result concluded intellectual capital which was referred to value added intellectual coefficient had negative and significant effect on the market reaction. On the other hand, debt policy which was referred to debt to asset ratio had positive and significant effect on the market reaction. Meanwhile, both investment policy, which was referred to capital expenditure to book value asset ratio and operational policy, which was referred to total asset turnover had positive but insignificant effect on the market reaction (MtBV). In addition, business risk which was referred to operational asset variation coefficient had negative and significant on the market reaction.

Keywords: Intellectual Capital, Debt Policy, Investment Policy, Operational Policy, Bussines Risks, Market Reaction

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *intellectual capital*, kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan operasi dan risiko bisnis terhadap reaksi pasar. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2013-2017. Sampel penelitian ini diambil dengan menggunakan *purposive sampling* yaitu dengan 4 kriteria yang telah ditentukan, maka diperoleh sampel sebanyak 87 perusahaan pertahun dengan keseluruhan 435 *firm years*. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda dengan menggunakan program SPSS 20. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *intellectual capital* yang diproksikan dengan *value added intellectual coefficient* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Kebijakan hutang yang diproksikan dengan *debt to asset ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Kebijakan investasi yang diproksikan dengan *ratio capital expenditure to book value assets* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Kebijakan operasi yang diproksikan dengan *total asset turnover* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Risiko bisnis yang diproksikan dengan koefisien variasi laba operasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar.

Kata kunci : *Intellectual capital*, kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan operasi, risiko bisnis, dan reaksi pasar

PENDAHULUAN

Di era globalisasi dan teknologi saat ini mengharuskan sebagian besar perusahaan untuk bersaing di tengah persaingan bisnis yang semakin tinggi. Fenomena perubahan teknologi informasi yang semakin pesat menuntut perusahaan untuk mengubah strategi dalam menjalankan bisnisnya yang sebelumnya berdasarkan tenaga kerja (*labor based business*) menjadi bisnis yang berdasarkan pengetahuan (*knowledge based business*). Menurut Rohayu (2018) menyatakan bahwa perusahaan yang sebelumnya berfokus terhadap modal fisik atau finansial saja, saat ini lebih berfokus terhadap modal intelektual berbasis pengetahuan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan serta keunggulan bersaing. Hal ini menandakan bahwa pengetahuan sangat diperlukan untuk menjalankan bisnis perusahaan.

Inovasi pada aplikasi digital, PT Astra International dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan jumlah pendapatan naik sebesar 44% dari jumlah Rp. 2,7 triliun di tahun 2016 menjadi Rp 3,9 triliun di tahun 2017. Sedangkan, laba bersih naik menjadi Rp 257 miliar di tahun 2017 dibandingkan tahun sebelumnya yaitu sebesar Rp 255 miliar. Karena telah berhasil berinovasi pada keahlian solusi percetakan dengan memanfaatkan media yang lebih bervariasi dan solusi dalam bentuk digital, maka pada tahun 2018 PT Astra International berhasil meraih penghargaan sebagai “Innovative Company in Digital Applicatios” pada gelaran “Indonesia Digital Innovation Award 2018” di Mawar Ballroom Balai Kartini, Jakarta, Jumat (25/5/2018).

Hal tersebut membuktikan bahwa *intellectual capital* berupa inovasi digital dalam dunia bisnis yang ditunjang dengan sumber daya manusia yang unggul dalam menerapkan *information technologi* (IT) sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga terjadi peningkatan harga saham yang dapat meningkatkan adanya reaksi pasar. Menurut Putra (2012) dan Maryanto (2017) mengungkapkan bahwa *intellectual capital* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Namun, hal ini berbeda dengan hasil penelitian Lestari dan Sapitri (2014) mengungkapkan bahwa *intellectual capital* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selain faktor pengungkapan *intellectual capital*, kebijakan perusahaan yang diterapkan secara efektif dan efisien dapat meningkatkan kinerja suatu perusahaan. Menurut Rohayu (2018) menyatakan bahwa dalam mengembangkan bisnisnya dan meningkatkan kegiatan operasionalnya, perusahaan memerlukan dana yang cukup besar salah satunya dengan melakukan hutang. Kebijakan perusahaan lainnya yang dijalankan manajemen perusahaan adalah kebijakan investasi. Kegiatan menanamkan dana investasi dalam periode tertentu diiringi dengan harapan pengembalian yang lebih besar dan peningkatan nilai investasi di masa yang akan datang disebut sebagai investasi (Irvaniawati, 2014). Hasil penelitian Irvaniawati (2014) menunjukkan bahwa kebijakan hutang dan kebijakan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan ketiga dalam penelitian ini adalah kebijakan operasi perusahaan. Menurut Junaeni (2017) mengungkapkan bahwa produktivitas dapat mencerminkan suatu relasi antara tingkat operasi perusahaan dengan aset yang diperlukan untuk mendukung aktivitas operasi dalam perusahaan, produktivitas itu sendiri dapat dihitung dengan menggunakan rasio aktivitas. Rasio aktivitas disebut dengan juga *total asset turnover* (TATO).

Perusahaan akan menanggung risiko bisnis dalam menjalankan usahanya. Menurut pendapat Brigham dan Houston (2013) mengungkapkan bahwa risiko bisnis adalah suatu ketidakpastian tentang proyeksi pengembalian atas aktiva di masa yang akan datang. Suatu perusahaan mempunyai tingkat risiko bisnis yang tinggi akibat dari pengambilan keputusan pendanaan yang telah ditentukan, hal itu akan mempengaruhi kepercayaan investor ketika terjadi risiko kebangkrutan. Penelitian yang dilakukan Yuliani dan Samadi (2013) mengungkapkan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan, hasil penelitian Wiagustini dan Pertamawati (2015) mengungkapkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Menurut Alfraih (2018) menyatakan untuk mengukur reaksi pasar menggunakan proksi *Market to Book Value* (MtBV). Para pelaku pasar juga harus memperhatikan berbagai faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan sebelum berinvestasi antara lain *intellectual capital*, kebijakan perusahaan, resiko bisnis dan variabel kontrol antara lain ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan. Para investor maupun calon investor sebagai pelaku pasar sering mempersoalkan harga saham pada suatu perusahaan, dengan mempertimbangkan harga yang tinggi atau harga yang murah sehingga layak atau tidak untuk dibeli.

Berdasarkan uraian diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut : (1) apakah *intellectual capital* berpengaruh terhadap reaksi pasar?; (2) apakah

kebijakan hutang berpengaruh terhadap reaksi pasar?; (3) apakah kebijakan investasi berpengaruh terhadap reaksi pasar?; (4) apakah kebijakan operasi berpengaruh terhadap reaksi pasar?; (5) apakah risiko bisnis berpengaruh terhadap reaksi pasar ?. Sedangkan tujuan dari penelitian ini adalah : (1) untuk menguji pengaruh *intellectual capital* terhadap reaksi pasar; (2) untuk menguji pengaruh kebijakan hutang terhadap reaksi pasar; (3) untuk menguji pengaruh kebijakan investasi terhadap reaksi pasar; (4) untuk menguji pengaruh kebijakan operasi terhadap reaksi pasar; (5) untuk menguji pengaruh risiko bisnis terhadap reaksi pasar.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Menurut Anggraini (2018) menyatakan bahwa teori sinyal dapat digunakan sebagai motivasi untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak diluar perusahaan serta digunakan investor dalam menentukan apakah investor berinvestasi saham atau tidak pada perusahaan. Karena apabila informasi yang diperoleh pihak luar perusahaan kurang memadai, akibatnya mereka akan melindungi diri dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Oleh sebab itu, pihak perusahaan dapat mengurangi informasi asimetri untuk mencapai peningkatan nilai perusahaan. Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan adalah memberikan sinyal positif kepada pihak eksternal perusahaan dengan melaporkan laporan keuangan secara lengkap.

Seiring dengan meningkatnya hutang, maka akan meningkatkan nilai perusahaan, dimana persepsi dari investor juga akan meningkat. Para investor akan memiliki persepsi bahwa perusahaan mampu mengelola dan membayar hutang di masa yang akan datang. Para investor akan memperoleh sinyal positif (kabar baik) dengan melihat informasi keuangan melalui laporan keuangan yang telah dipublikasikan oleh perusahaan. Pada dasarnya hutang yang semakin besar akan memiliki risiko bisnis yang besar pula. Namun, keuntungan dari pengembangan bisnis yang dijalankan melalui dana hutang akan sangat menguntungkan di masa depan dan keberlangsungan perusahaan akan terjamin sehingga peningkatan porsi hutang merupakan berita baik bagi investor.

Intellectual Capital

Intellectual capital dalam penelitian ini menggunakan proksi VAICTM dengan komponen human capital, structural capital, dan pysical capital. Menurut Rohayu (2018) menyatakan bahwa fenomena adanya *intellectual capital* masih menjadi bahan perdebatan antara pakar, karena *intellectual capital* adalah suatu konsep manajemen yang masih relatif baru, yang sering dianggap sebagai nilai tersembunyi yang letaknya diantara nilai buku dan nilai pasar perusahaan. Namun, dari berbagai definisi yang telah diberikan oleh beberapa ahli, peneliti menyimpulkan bahwa *intellectual capital* adalah segala aset (aset berwujud maupun aset tidak berwujud) atau sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat memberikan nilai tambah tersendiri bagi perusahaan.

Kebijakan Hutang

Menurut Irvaniawati (2014) menyatakan bahwa kebijakan hutang ialah tindakan pengambilan keputusan suatu perusahaan untuk mendapatkan dana melalui transaksi hutang dari pihak luar perusahaan. Menurut Ogolmagai (2013) menyatakan bahwa bagi perusahaan yang sangat berorientasi terhadap pencapaian *profit* (keuntungan), maka sangat diperlukan pencarian dana dengan jumlah besar melalui hutang sebagai penunjang ekspansi bisnisnya dan memperkuat struktur modalnya. Dalam mengembangkan ekspansi bisnis suatu perusahaan diperlukan dana besar dari pihak luar melalui hutang, dan untuk menjaga kestabilan nilai hutangnya maka diperlukan *Debt to Asset Ratio* (DAR) dalam penelitian ini. Jumlah hutang yang melewati titik optimalnya akan berdampak pada risiko perusahaan di

bagian sisi likuiditas keuangan meningkat. Dalam menghindari hal tersebut, maka dibutuhkan suatu pengukuran untuk meninjau kinerja tersebut yaitu menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR).

Kebijakan Investasi

Menurut Anggraini (2018) menyatakan bahwa kebijakan investasi ialah menanamkan modal investasi dengan harapan akan mendapatkan tingkat pengembalian berupa keuntungan di masa yang akan datang. Penelitian ini menggunakan proksi IOS dalam menghitung keputusan investasi. Menurut Hidayah (2015) menyatakan bahwa proksi IOS berbasis investasi dengan rasio *capital expenditure to book value assets* (CAPBVA) adalah proksi untuk mengukur kebijakan investasi. Menurut Hidayah (2015) menyatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) adalah kesempatan berinvestasi pada masa yang akan datang yang memberikan pengaruh terhadap pertumbuhan aktiva suatu perusahaan yang mempunyai *net present value* positif. Sedangkan, menurut Irvaniawati (2014) menyatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) adalah nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengorbanan biaya yang telah dikeluarkan manajemen dimasa yang akan datang, guna mengharapkan return yang besar dari pilihan-pilihan investasi yang dilakukan.

Kebijakan Operasi

Kebijakan operasi yang diterapkan dalam suatu perusahaan dapat dilihat dari tingkat efektivitas pengelolaan sumber daya yang dimiliki perusahaan, dimana pihak manajer harus mengelola sumber daya secara efektif dan efisien. Aktivitas perusahaan yang diprosikan dengan *total assets turn over* adalah rasio yang mengukur efektivitas pemanfaatan dari sumber daya perusahaan. Perhitungan rasio *total assets turn over* adalah dengan cara total penjualan dibagi dengan total aktiva. Tujuan dari perhitungan *total assets turn over* adalah untuk melihat seberapa jauh tingkat efisien aktiva perusahaan yang digunakan perusahaan sehingga dapat mencapai tingkat penjualan yang baik.

Risiko Bisnis

Menurut Miswanto (2013) menyatakan bahwa risiko bisnis ialah risiko yang ditanggung oleh pihak manajemen perusahaan pada saat pengambilan keputusan *leverage* operasi. Risiko bisnis sebagai variabilitas laba operasi atau laba sebelum bunga dan pajak (Miswanto, 2013). Variabilitas penjualan, variabilitas biaya operasi, dan *leverage* operasi merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi risiko bisnis dalam suatu perusahaan. Tindakan yang harus dilakukan oleh perusahaan untuk meminimalisir tingkat risiko bisnis yaitu dengan menstabilkan penjualan dan biaya operasi, serta menurunkan *leverage* operasi. Koefisien variasi laba operasi (KV_{EBIT}) merupakan rasio untuk mengukur risiko bisnis.

Menurut Brigham dan Houston (2013) menyatakan bahwa risiko bisnis adalah suatu ketidakpastian tentang proyeksi pengembalian aktiva di masa yang akan datang. Persepsi negatif dari investor akan meningkat apabila perusahaan memiliki tingkat risiko bisnis yang tinggi dari keputusan hutang yang besar akan sangat berdampak pada resiko kebangkrutan.

Reaksi Pasar

Menurut Hidayah (2015) menyatakan bahwa *Market to Book Value* (MtBV) merupakan salah satu indikator yang cukup sering digunakan oleh para pelaku pasar dalam menentukan harga saham dan menganalisa saham-saham yang akan listing di bursa. Di pasar modal nilai pasar selalu bergerak setiap hari naik atau bahkan turun mengikuti pergerakan atau irama perdagangan saham. Perbandingan antara nilai ekuitas dengan jumlah saham yang beredar disebut dengan nilai buku. Semakin tinggi MtBV maka harga saham akan semakin tinggi pula, sebaliknya jika MtBV rendah maka harga saham akan menurun, akan tetapi hal ini juga bersifat relatif. Pada dasarnya reaksi pasar merupakan

respon para pelaku pasar untuk melakukan transaksi jual beli saham pada suatu perusahaan dengan mempertimbangkan dan melihat kinerja perusahaan yang baik. Reaksi pasar dalam penelitian ini menggunakan rasio *Market to Book Value* (MtBV). Rasio ini menggambarkan peluang investasi yang dimiliki pihak perusahaan, apabila rasio ini semakin tinggi maka semakin besar nilai aset yang dimiliki perusahaan. Selain itu, proksi tersebut juga menggambarkan tingkat pertumbuhan suatu perusahaan berdasarkan harga pasar. Semakin tinggi rasio ini maka kinerja perusahaan akan semakin baik.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Intellectual Capital* terhadap Reaksi Pasar

Putra (2012) yang meneliti Pengaruh Modal Intelektual Pada Nilai Perusahaan Perbankan Yang *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitiannya adalah terdapat pengaruh positif modal intelektual terhadap nilai perusahaan yang akan berdampak pada reaksi pasar semakin meningkat. Pada saat perusahaan mempunyai keunggulan bersaing yang bagus terhadap lawan bisnisnya maka keberlangsungan perusahaan akan tetap terjamin. Penggunaan sumber daya perusahaan secara efektif dan efisien akan menciptakan kinerja perusahaan yang semakin baik. *Human capital*, *structural capital*, dan *capital employed* apabila dikelola dengan optimal maka akan menghasilkan nilai tambah bagi perusahaan dan dapat membangun keunggulan bersaing yang tinggi dengan lawan bisnisnya.

Penjelasan diatas sejalan dengan penelitian terdahulu diantaranya yang dilakukan oleh Barzkalne dan Zelgalve (2014), Chizari *et al.* (2016), Maryanto (2017), Rohayu (2018) yang memberikan kesimpulan bahwa *intellectual capital* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Dari keterangan hasil penelitian di atas dapat merumuskan hipotesis yaitu :

H_1 : *Intellectual Capital* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Reaksi Pasar

Kinerja Perusahaan yang baik dapat dilihat dari kemampuan perusahaan dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan dengan baik dan mampu melunasi kewajibannya kepada pihak kreditor. Kebijakan hutang diberlakukan pada suatu perusahaan karena suatu alasan yaitu perusahaan ingin mengembangkan bisnisnya menjadi skala besar, hal tersebut membutuhkan dana yang cukup besar. Transaksi hutang adalah salah satu cara yang dilakukan perusahaan untuk memperoleh dana yang cukup besar dengan tetap mempertimbangkan titik tertentu agar tidak melebihi batas maksimal. Kebijakan hutang yang berjalan dengan baik menandakan perusahaan tersebut berhasil dalam mengelola keuangan perusahaan, hal itu mengakibatkan nilai perusahaan di mata para investor meningkat.

Anggraini (2018) meneliti tentang pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitiannya yaitu kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil dari penelitian tersebut sejalan dengan penelitian terdahulu diantaranya Aminati (2016), Irvaniawati (2014), Pertiwi *et al.* (2016), Rohayu (2018) yang memberikan kesimpulan pada penelitiannya yaitu kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dari keterangan penelitian diatas dapat dirumuskan hipotesis yaitu :

H_2 : Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap reaksi pasar

Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Reaksi Pasar

Kebijakan Investasi yang dikelola dengan efektif dan efisien dapat mencerminkan kinerja perusahaan yang bagus, dengan demikian perusahaan akan dapat membangun nilai perusahaan yang baik di pasar saham. Nilai perusahaan yang tinggi akan mengundang para investor untuk bertransaksi membeli saham pada perusahaan tersebut, sehingga reaksi pasar akan positif atau meningkat. Karena para investor akan memilih perusahaan dengan kinerja

yang baik, untuk memperoleh pengembalian investasi yang diinginkan oleh investor. Irvaniawati (2014) meneliti tentang pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dari penelitian yang dilakukan memberikan hasil penelitian bahwa kebijakan investasi dengan menggunakan ROI dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Penelitian yang sejalan dengan penelitian tersebut yaitu Yuliani dan Samadi (2013), Hidayah (2015), Pertiwi *et al.* (2016), Anggraini (2018) yang hasil penelitiannya menjelaskan bahwa keputusan beinvestasi memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang berdampak terhadap meningkatnya reaksi pasar. Dari hasil uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis yaitu :

H_3 : Kebijakan investasi berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

Pengaruh Kebijakan Operasi terhadap Reaksi Pasar

Kinerja perusahaan yang baik akan memberikan pengaruh terhadap peningkatan harga saham. Karena adanya peningkatan kepercayaan para investor untuk menanamkan modalnya ke perusahaan yang memiliki kinerja maupun sistem pengelolaan keuangan yang baik yang ditunjukkan dari perhitungan rasio operasi. Perhitungan rasio operasi yang menghasilkan angka yang tinggi, menunjukkan bahwa pihak manajemen perusahaan dapat mengelola keuangan dengan efektif dan efisien yang mengakibatkan keuntungan perusahaan meningkat. Karena nilai rasio operasi yang semakin tinggi, menandakan bahwa tingkat penjualan juga semakin tinggi sehingga pemanfaatan jumlah aset telah digunakan secara efektif dan efisien.

Penelitian terdahulu yang sejalan dengan penelitian ini diantaranya Putra *et al.* (2013), Adipalguna dan Suarjaya (2016), Kahfi *et al.* (2018) yang memberikan kesimpulan bahwa kebijakan operasi berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Namun, hasil penelitian yang bertentangan diantaranya yang dilakukan oleh Junaeni (2017) yang memberikan kesimpulan bahwa kebijakan operasi berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Dari hasil uraian diatas dapat dijadikan sebagai rumusan hipotesis yaitu :

H_4 : Kebijakan operasi berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Reaksi Pasar.

Brigham dan Houston (2013) mengungkapkan bahwa risiko bisnis merupakan suatu peranan ketidakpastian yang *inheren* di dalam proyeksi pengembalian dana atau modal investasi pada suatu perusahaan. Apabila perusahaan mempunyai risiko tinggi dalam bisnisnya dan memiliki hutang yang besar, maka perusahaan harus menyelaraskan keuntungan dan risiko yang timbul dari pemanfaatan hutang tersebut. Kinerja perusahaan yang baik memiliki tingkat risiko bisnis yang rendah. Dapat diketahui bahwa kinerja keuangan yang baik akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang berdampak pada respon para pelaku pasar akan meningkat. Sebaliknya, apabila manajemen kurang mampu mengelola keuangan perusahaan dengan baik dan salah dalam mengambil keputusan, sehingga dapat mengancam keberlangsungan perusahaan, maka perusahaan akan rentan dengan kebangkrutan akibat dari risiko bisnis yang ditimbulkan. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015) yang memberikan kesimpulan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini karena manajemen perusahaan kurang efektif dan efisien dalam mengelola keuangan serta kenaikan jumlah hutang yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan menanggung risiko bisnis yang tinggi. Risiko bisnis yang tinggi akan mempengaruhi persepsi para investor dalam menilai perusahaan, sehingga reaksi pasar akan semakin menurun diiringi dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi. Perusahaan harus mengurangi risiko bisnis salah satunya dengan menstabilkan penjualan. Sedangkan hasil penelitian yang bertentangan dilakukan oleh Yuliani dan Samadi (2013), Ramaiyanti *et al.* (2018) menemukan

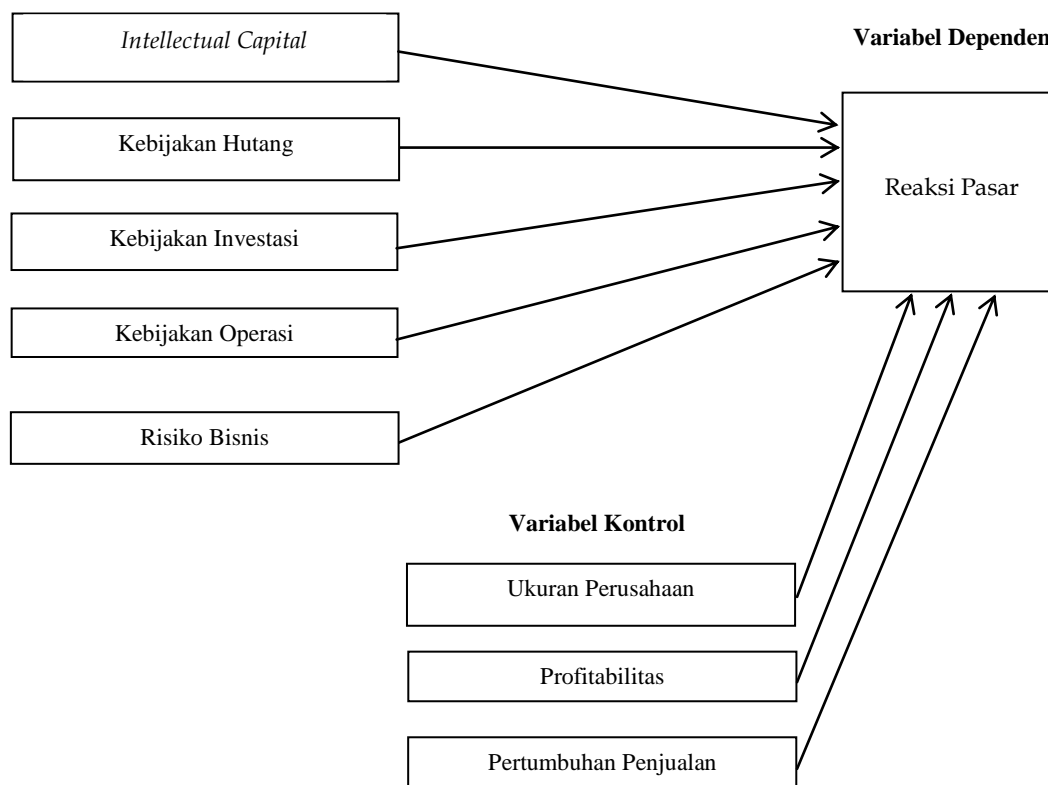
bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Hasil dari uraian diatas dapat merumuskan hipotesis risiko bisnis yaitu :

H_5 : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.

Model Penelitian

Berdasarkan rumusan hipotesis di atas, model penelitian ini adalah sebagai berikut:

Variabel Independen



Gambar 1
Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Pada penelitian ini dilakukan dengan studi penelitian korelasional. Penelitian korelasional adalah tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa antara dua variabel atau lebih. Reaksi pasar adalah objek dari penelitian ini dengan menggunakan proksi MtBV sehingga membutuhkan data sekunder yaitu berupa laporan keuangan tahunan yang dapat diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2013-2017. Penelitian ini dilaksanakan untuk menguji pengaruh intellectual capital, kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan risiko bisnis sebagai variabel bebas (*variabel independen*) serta variabel kontrol diantaranya yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan terhadap reaksi pasar sebagai variabel terikat (*variabel dependen*).

Penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dikarenakan peneliti mempunyai tujuan tertentu dalam memilih sampel secara tidak acak atau nonprobabilitas. *Purposive sampling* merupakan teknik pengambilan sampel penelitian dengan membuat beberapa pertimbangan yang meliputi: sifat - sifat, karakteristik, serta kriteria sampel tertentu yang bertujuan agar data yang diperoleh dapat lebih representatif. Sampel yang digunakan harus

memiliki kriteria-kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013–2017; (2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan selama tahun 2013–2017; (3) Perusahaan manufaktur yang menggunakan satuan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya selama tahun 2013–2017; (4) Perusahaan manufaktur yang *delisting* selama tahun 2013–2017. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh sampel sebanyak 435 selama 5 tahun yang disajikan pada tabel 1.

Tabel 1
Daftar Pemilihan Sampel Penelitian

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013-2017	151
2.	Peneliti tidak berhasil mendapatkan laporan keuangan dan laporan tahunan selama tahun 2013-2017	(35)
3.	Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan selama tahun 2013-2017	116
4.	Perusahaan manufaktur yang tidak menggunakan satuan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya	(27)
5.	Perusahaan manufaktur yang menggunakan satuan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya	89
6.	Perusahaan manufaktur yang <i>delisting</i> selama tahun 2013-2017	(2)
Jumlah sampel yang memenuhi kriteria		87
Tahun pengamatan		5
Total sampel yang digunakan dalam penelitian		435

Sumber: Bursa Efek Indonesia (diolah), 2019

Teknik pengumpulan data yang diambil dari data sekunder dengan teknik dokumentasi yang berupa laporan tahunan dan laporan keuangan selama periode penelitian 2013–2017 pada perusahaan manufaktur yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dengan *website www.idx.co.id*

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini terdiri dari variabel independen dan variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu *intellectual capital*, kebijakan perusahaan yang terdiri dari kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan operasi, risiko bisnis serta variabel kontrol berupa ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan. Reaksi pasar dalam penelitian ini sebagai variabel dependen.

Variabel Dependen

Definisi dari variabel dependen yaitu variabel yang dipengaruhi atau diterangkan oleh variabel lain atau variabel independen. Reaksi pasar dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel dependen. Reaksi pasar yaitu suatu reaksi atau respon para pelaku pasar baik investor maupun calon investor dalam melakukan transaksi jual beli saham di pasar modal, mereka membeli saham pada suatu perusahaan untuk dijadikan sebagai ladang berinvestasi dengan harapan memperoleh tingkat pengembalian investasi sesuai harapan di masa yang akan datang. Reaksi pasar dihitung dengan menggunakan rasio MtBV. Rasio MtBV merupakan perhitungan berdasarkan IOS (*Investment Opportunity Set*). Berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Khalil dan Simon (2014) rumus perhitungan *Market to Book Value* (MtBV) adalah sebagai berikut:

$$\text{MtBV} = \frac{\text{Total Aktiva} - \text{Total Ekuitas} + \text{Total Ekuitas Pasar}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan :

MtBV = *Market to Book Value*

Total Ekuitas Pasar = Jumlah Lembar Saham Beredar x *Closing Price*

Variabel Independen

Variabel yang mempengaruhi perubahan dalam variabel terikat dan mempunyai hubungan positif maupun negatif terhadap variabel lain atau variabel terikat disebut dengan variabel independen atau variabel bebas. Variabel independen dalam penelitian ini diantaranya *intellectual capital*, kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan operasi, dan risiko bisnis. Variabel independen dalam penelitian ini dijelaskan sebagai berikut:

Intellectual Capital

Intellectual capital yang dimaksud dalam penelitian ini adalah yang diukur dengan VAIC. Menurut Rohayu (2018) menyatakan proksi yang digunakan dalam mengukur *intellectual capital* yaitu VAIC dengan cara menjumlahkan *Human Capital Efficiency* (HCE), *Structural Capital Efficiency* (SCE), dan *Capital Employed Efficiency* (CEE). Cara perhitungan VAIC terdiri dari beberapa tahap. *Value Added* (VA) adalah perbedaan antara penjualan (OUT) dan input (IN) yang dihitung sebagai berikut:

$$VA = OUT - IN$$

Keterangan :

Output/out = total penjualan

Input /in = beban usaha kecuali gaji dan tunjangan karyawan

Nilai kolektif dari modal intelektual perusahaan berupa kompetensi, pengetahuan, dan keterampilan disebut sebagai *Human Capital* (HC) yang pengukurannya menggunakan *Human Capital Efisiensi* (HCE) sebagai indikator efisiensi nilai tambah modal manusia. Rumus sebagai berikut :

$$HCE = VA/HC$$

Keterangan :

HC = Gaji dan tunjangan karyawan

Competitive, intelligence, sistem informasi, formula, kebijakan, hak paten, proses, dan lain-lain, hasil dari suatu produk atau sistem perusahaan yang telah dibuat dari waktu ke waktu disebut sebagai SC singkatan dari *Structural Capital*. SC tersebut dapat diukur dengan *Structural Capital Efficiency* (SCE) yaitu dapat dijadikan sebagai indikator efisiensi nilai tambah modal struktural. Rumus SCE sebagai berikut :

$$SCE = SC/VA$$

Keterangan :

SC = selisih antara VA dan HC

Jumlah modal yang digunakan dalam aset tetap dan aset lancar suatu perusahaan disebut *Capital Employed* (CA), yang diukur dengan *Capital Employed Efficiency* (CEE) sebagai indikator efisiensi nilai tambah modal yang dimanfaatkan. Rumus CEE sebagai berikut :

$$CEE = VA/CE$$

Keterangan :

CE = nilai buku aktiva bersih

Dapat disimpulkan bahwa untuk menghitung VAIC dengan menjumlah HCE,SCE dan CEE.

$$VAIC = HSE + SCE + CEE$$

Kebijakan Hutang

Suatu tindakan yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber dana melalui transaksi hutang yang memiliki tujuan penting dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan disebut sebagai kebijakan hutang. *Leverage* menjelaskan bagaimana kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dalam mendanai aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Ogolmagai (2013) menyatakan *leverage*

dapat dihitung dengan menggunakan rasio yaitu *Debt to Asset Ratio* (DAR). Rumus *leverage* yaitu sebagai berikut:

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan :

DAR = *Debt to Asset Ratio*

Kebijakan Investasi

Kebijakan Investasi yaitu suatu tindakan penanaman modal investasi yang memiliki tujuan untuk mendapatkan manfaat atau keuntungan di masa yang akan datang. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu CAPBVA singkatan dari *Rasio capital expenditure to book value assets* yang ditunjukkan dengan selisih nilai aktiva tetap perusahaan dibagi dengan total aset perusahaan (Hidayah, 2015). Rumus CAPBVA sebagai berikut :

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{Nilai Buku AT t} - \text{Nilai Buku AT t-i}}{\text{Total Aktiva}}$$

Keterangan :

Nilai Buku AT = Nilai buku tahun berjalan

Nilai Buku AT t-i = Nilai buku tahun sebelumnya

Kebijakan Operasi

Kebijakan operasi dalam penelitian ini, menggunakan rasio pengukuran yaitu *Total Asset Turnover* (TATO). Rasio tersebut memiliki peranan untuk mengukur tingkat penjualan yang diperoleh suatu perusahaan dari setiap aset kekayaan yang ada pada perusahaan. Cara menghitung *Total Asset Turnover* (TATO) dapat dihitung dengan perbandingan antara jumlah pendapatan atau penjualan dengan jumlah aset perusahaan (Junaeni, 2017) . Rumus rasio *Total Asset Turnover* (TATO) yaitu :

$$\text{TATO} = \frac{\text{Total Pendapatan}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan :

TATO = *Total Asset Turnover*

Risiko Bisnis

Risiko bisnis memiliki pengertian sebagai variabilitas laba operasi atau laba sebelum bunga dan pajak (EBIT). Apabila pihak manajemen perusahaan mengharapkan tingkat risiko bisnis menurun maka langkah bijak yang harus dilakukan yaitu menstabilkan biaya operasi dan penjualan, serta *leverage operasi* harus dikurangi.

Menurut Miswanto (2013) menyatakan risiko bisnis dapat dihitung menggunakan proksi koefisien variasi laba operasi (KV_{EBIT}). Rumus KV_{EBIT} sebagai berikut :

$$KV_{\text{EBIT}} = \frac{\text{Deviasi Standar Laba Operasi}}{\text{Laba operasi yang diharapkan}}$$

Keterangan :

KV_{EBIT} = Risiko Bisnis

Variabel Kontrol

Variabel kontrol yaitu variabel kendali, dimana memiliki peranan yang dapat menyebabkan hubungan variabel independen dengan variabel dependen tetap konstan. Variabel kontrol dalam penelitian ini diantaranya ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan. Rumus variabel kontrol dijelaskan seperti dibawah ini yaitu sebagai berikut:

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dengan cakupan jumlah aset yang besar memberikan kesimpulan, bahwa dalam perusahaan tersebut mampu menjalankan maupun mengelola perusahaannya dengan baik sehingga dapat menciptakan nilai perusahaan yang baik. Ukuran perusahaan dapat dihitung dengan cara jumlah aset perusahaan kemudian dilogartmakan (Khafa dan Laksito, 2015). Rumusnya sebagai berikut :

$$SIZE = \ln (\text{total asset})$$

Keterangan :

SIZE = ukuran perusahaan

Ln = logaritma

Profitabilitas

Suatu ukuran kinerja yang dijalankan pihak manajemen untuk mengelola sumber daya perusahaan yang dinyatakan dengan laba atau keuntungan yang diperoleh perusahaan selama periode tertentu pada tingkat penjualan aset dan modal saham tertentu (Amalia, 2017). Apabila rasio yang dihasilkan rendah artinya pengelolaan sumber daya yang dilakukan manajemen kurang efisien. Salah satu cara mengukur profitabilitas suatu perusahaan menggunakan rasio *Return On Asset* (ROA) (Amalia, 2017) :

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Keterangan :

ROA = *Return On Asset*

Pertumbuhan Penjualan

Tingkat pertumbuhan penjualan mencerminkan peningkatab penjualan dari tahun ke tahun. Untuk mengukur tingkat pertumbuhan penjualan adalah dengan melakukan perbandingan antara total penjualan periode sekarang (*total sales t*) minus periode sebelumnya (*total sales t-1*) terhadap total penjualan periode sebelumnya (*total sales t-1*). Mandalika (2016) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan dapat diproksikan dengan :

$$\text{Pertumbuhan Penjualan (PP)} = \frac{\text{Penjualan } t - \text{Penjualan } (t-1)}{\text{Penjualan } (t-1)}$$

Teknik Analisis Data

Dalam pengujian hipotesis, peneliti menggunakan analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda digunakan untuk melihat seberapa besar pengaruh setiap variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Adapun variabel bebasnya terdiri dari VAIC, DAR, CAPBVA, TATO, KV_{EBIT} , serta variabel kontrol diantaranya SIZE, PP, ROA. Sedangkan reaksi pasar dengan proksi MtBV merupakan variabel terikat dalam penelitian ini. Persamaan regresi linier berganda dengan reaksi pasar sebagai variabel terikat adalah sebagai berikut:

$$MtBV = \alpha + \beta_1 VAIC + \beta_2 DAR + \beta_3 CAPBVA + \beta_4 TATO + \beta_5 KV_{EBIT} + \beta_6 SIZE + \beta_7 ROA + \beta_8 PP + e$$

Keterangan :

MtBV : Reaksi pasar

α : konstanta

VAIC : *Intellectual Capital*

DAR : Kebijakan hutang

CAPBVA : Kebijakan investasi

TATO : Kebijakan operasi

KV_{EBIT}	: Risiko bisnis
PP	: Pertumbuhan Penjualan
SIZE	: Ukuran Perusahaan
ROA	: Profitabilitas
e	: <i>Standar error</i>

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2
Deskripsi variabel penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VAIC	435	-2,58	10369,55	135,10	895,44
DAR	435	,00	3,03	,48	,38
CAPBVA	435	-,92	,78	,08	,15
TATO	435	0,00	8,43	1,10	,77
KVEBIT	435	-10,38	19,12	,18	1,90
SIZE	435	10,60	14,47	12,27	,71
ROA	435	-,22	,66	,06	,10
PP	435	-,95	5,95	,09	,45
MtBV	435	-,22	7,11	1,56	1,13

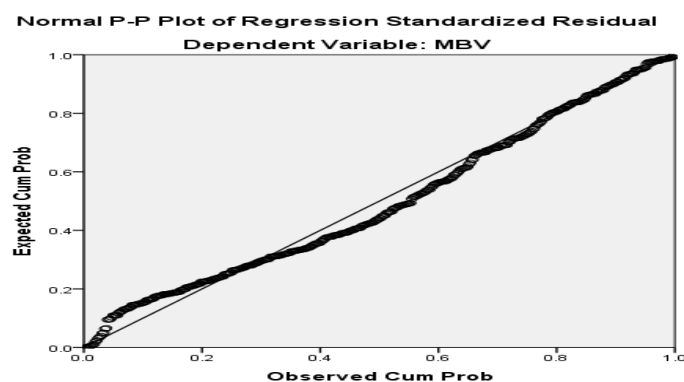
Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Berdasarkan tabel 2 dapat diketahui jumlah pengamatan yang diteliti sebanyak 435 pengamatan, berdasarkan 5 periode terakhir laporan keuangan tahunan (2013-2017), dalam statistik deskriptif dapat dilihat nilai *mean*, serta tingkat penyebaran (standar deviasi) dari masing-masing variabel yang diteliti. Nilai *mean* merupakan nilai yang menunjukkan besaran pengaruh suatu variabel independen terhadap variabel dependen.

Pengujian Data

Uji Normalitas Data

Tujuan dari uji normalitas yaitu untuk menguji apakah suatu model regresi, variabel dependen, variabel independen, atau keduanya memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Grafik Normal P-P Plot dan *Kolmogorow-Smirnov* (KS) memiliki peranan untuk uji normalitas data. Penyajian Grafik Normal P-P Plot yaitu sebagai berikut:



Gambar 2
Grafik P-Plots

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Sesuai dengan gambar 2 di atas, uji normalitas tersebut menunjukkan bahwa penyebaran titik-titik berada di sekitar garis diagonal atau mengikuti garis diagonal, maka memenuhi asumsi normalitas. Selain pendekatan analisis grafik *Normal Probability Plot*, untuk melakukan uji normalitas juga dapat dilakukan dengan uji statistik non-parametrik

Kolmogorow-Smirnov (KS) pada nilai residual hasil regresi sesuai kriteria apabila nilai signifikan > 0,05 maka data telah terdistribusi normal, sebaliknya apabila probabilitas < 0,05 maka data tidak dapat terdistribusi dengan normal.

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		435
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,50931573
Most Extreme Differences	Absolute	,064
	Positive	,064
	Negative	-,062
Kolmogorov-Smirnov Z		1,333
Asymp. Sig. (2-tailed)		,057

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Laporan Keuangan (diolah), 2019

Uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan besarnya nilai *Asymp. Sig (2-tiled)* sebesar 0,057 > 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi telah terdistribusi secara normal dan layak untuk digunakan pada penelitian selanjutnya.

Uji Multikolinearitas

Nilai VIF (*Variance Inflation Factors*) atau nilai *Tolerance* digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinearitas pada penelitian ini. Apabila nilai VIF dibawah angka 10 dan nilai *Tolerance* mendekati angka 1 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolonearitas. Hasil perhitungan uji multikolonearitas dapat dilihat pada tabel 5 adalah sebagai berikut:

Tabel 4
Hasil Uji Multikolonearitas
Coefficient^a

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
VAIC	,783	1,277
DAR	,610	1,639
CAPBVA	,955	1,047
TATO	,568	1,762
KVEBIT	,895	1,118
SIZE	,884	1,131
ROA	,800	1,250
PP	,935	1,070

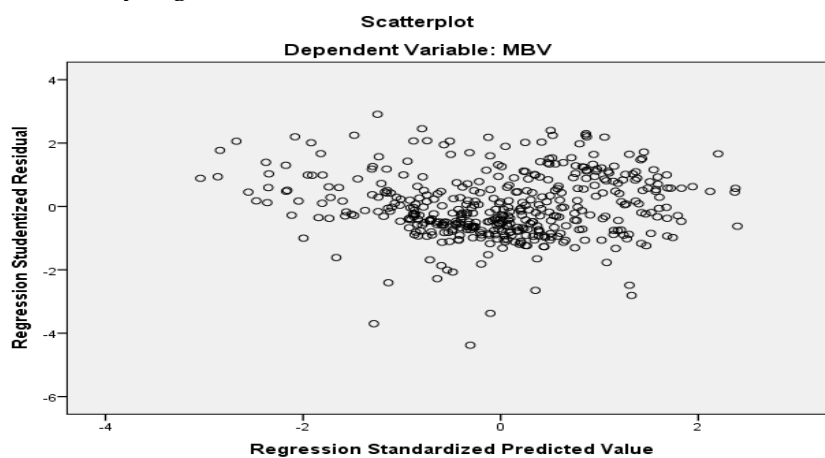
a. Dependent Variable: MtBV

Sumber : Laporan Keuangan (diolah), 2019

Sesuai tabel 4 diatas, pada bagian *coefficient* diketahui nilai *Tolerance* semua variabel mendekati 1 atau dibawah angka 1. Sedangkan, untuk nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* menunjukkan bahwa semua variabel bebas dan variabel kontrol tidak ada yang memiliki nilai VIF diatas 10. Kesimpulan pada tabel 4 diatas adalah menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel dalam model regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Tujuan dari uji heteroskedastisitas yaitu untuk mendeteksi heteroskedastisitas yang dapat diketahui dengan memperhatikan ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatter plot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y merupakan sumbu Y yang telah diprediksi dan sumbu X yaitu residual yang telah di studentized.



Gambar 3
Grafik Scatterplot
Sumber : Laporan Keuangan (diolah), 2019

Sesuai dengan grafik *Scatterplot* pada gambar 3 diatas, menunjukkan bahwa hampir semua titik tersebar secara acak, dan tidak membentuk pola tertentu yang jelas dan tersebar diatas atau dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hasil dari gambar tersebut artinya tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga layak digunakan untuk mengetahui MtBV berdasarkan masukan dari variabel bebasnya.

Uji Autokorelasi

Tujuan dari uji autokorelasi yaitu untuk melakukan pendeteksian adanya autokorelasi dengan memperhatikan nilai *Durbin Watson*. Apabila nilai *Durbin Watson* diantara -2 sampai dengan +2 artinya tidak terjadi autokorelasi. Dari hasil perhitungan regresi dapat diketahui nilai *Durbin Watson* sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Perhitungan Autokorelasi
Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1,021

a. Predictors: (Constant), PP, VAIC, ROA, CAPBVA, KVEBIT, SIZE, DAR, TATO

b. Dependent Variable: MtBV

Sumber : Laporan Keuangan (diolah), 2019

Sesuai hasil perhitungan autokorelasi pada tabel 5 diatas, diketahui nilai *Durbin Watson* yaitu sebesar 1,021. Hasil tersebut artinya bahwa model regresi yang akan digunakan tidak terjadi masalah autokorelasi.

Analisis Persamaan Regresi Linier Berganda

Persamaan regresi linier berganda difungsikan untuk melakukan pendugaan terhadap reaksi pasar jika terdapat perubahan pada VAIC, DAR, CAPBVA, TATO, KV_{EBIT} dengan variabel kontrol SIZE, ROA, PP yang berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hasil perhitungan SPSS sebagai berikut:

Tabel 6
Hasil Perhitungan Regresi
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-7,163	1,160		-6,177	,000
VAIC	-,106	,024	-,193	-4,490	,000
DAR	,084	,033	,124	2,553	,011
CAPBVA	,030	,021	,055	1,417	,157
TATO	,063	,033	,095	1,889	,60
KVEBIT	-,069	,017	-,163	-4,060	,000
SIZE	3,347	,459	,295	7,299	,000
ROA	,181	,020	,383	9,015	,000
PP	,008	,021	,015	,394	,694

a. Dependent Variable: MtBV

Sumber : Laporan Keuangan (diolah), 2019

Sesuai tabel 6 di atas, apabila ditampilkan dalam model persamaan statistik dihasilkan model persamaan regresi yaitu sebagai berikut:

$$\text{MtBV} = -7,163 - 0,106 \text{ VAIC} + 0,084 \text{ DAR} + 0,030 \text{ CAPBVA} + 0,063 \text{ TATO} - 0,069 \text{ KVEBIT} + 3,347 \text{ SIZE} + 0,181 \text{ ROA} + 0,008 \text{ PP}$$

Pengujian Hipotesis

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Tujuan dari uji F yaitu untuk menunjukkan apakah seluruh variabel bebas yang dimasukkan pada model memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Ghozali, 2016). Kriteria dalam uji F, yaitu: (1) jika tingkat signifikan $\geq 0,05$ maka model regresi dinyatakan tidak layak untuk digunakan. (2). Jika tingkat signifikan $< 0,05$ maka model regresi dinyatakan layak untuk digunakan. Hasil uji statistik F pada penelitian ini disajikan pada tabel 7 adalah sebagai berikut:

Tabel 7
Uji Statistik F
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	70,569	8	8,821	33,379	.000 ^b
Residual	112,581	426	,264		
Total	183,150	434			

a. Dependent Variable: MtBV

b. Predictors: (Constant), PP, VAIC, ROA, CAPBVA, KVEBIT, SIZE, DAR, TATO

Sumber : Laporan Keuangan (diolah), 2019

Berdasarkan hasil perhitungan dari uji F diatas, maka diketahui F hitung untuk model regresi tersebut sebesar 33,379 dengan tingkat signifikansi yaitu sebesar 0,000. Hal itu dikarenakan probabilitasnya (0,000) jauh lebih kecil dari 0,05, sehingga model regresi tersebut diatas yang digunakan dalam penelitian layak dan dapat digunakan pada penelitian selanjutnya.

Koefisien Determinasi (R²)

Tujuan dari koefisien determinasi (R²) yaitu untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel reaksi pasar (MtBV) (Ghozali, 2016). Hasil perhitungan koefisien determinasi disajikan pada tabel 8 yaitu sebagai berikut:

Tabel 8
Nilai Adjusted R-Square
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.621 ^a	.385	.374	.51408

a. Predictors : (Constant), PP, VAIC, ROA, CAPBVA, KVEBIT, SIZE, DAR, TATO

b. Dependent Variable : MtBV

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Sesuai tabel 8 di atas, diketahui nilai *Adjusted R²* yaitu sebesar 0,374, hal ini berarti bahwa 37,4% variabel reaksi pasar (MtBV) dapat diterangkan oleh variabel independen yaitu VAIC, DAR, CAPBVA, TATO, KV_{EBIT} serta variabel kontrol berupa SIZE, ROA, PP, sedangkan sisanya sebesar (100% – 37,4% = 62,6%) diterangkan oleh variabel-variabel yang lain diluar persamaan.

Uji Parsial (Uji Statistik t)

Tujuan dari uji t yaitu untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menjelaskan variabel terikat (Ghozali, 2016). Tingkat *level of significant* $\alpha = 5\%$ adalah sebagai berikut : (1) Jika *p-value* < α 0,05 maka Ho ditolak, yang artinya variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen, (2) Jika *p-value* > α 0,05 maka Ho diterima, berarti variabel independen secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil perhitungan uji t adalah sebagai berikut:

Tabel 9
Hasil Uji t
Coefficients^a

Model	Standardized Coefficients	T	Sig.	α	Keterangan
VAIC	-,193	-4,490	,000	0,050	Signifikan
DAR	,124	2,553	,011	0,050	Signifikan
CAPBVA	,055	1,417	,157	0,050	Tidak Signifikan
TATO	,095	1,889	,060	0,050	Tidak Signifikan
KVEBIT	-,163	-4,060	,000	0,050	Signifikan
SIZE	,295	7,299	,000	0,050	Signifikan
ROA	,383	9,015	,000	0,050	Signifikan
PP	,015	,394	,694	0,050	Tidak Signifikan

a. Dependent Variable: MtBV

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Sesuai dengan hasil pengujian pada tabel 9 diatas, pengaruh VAIC terhadap MtBV menghasilkan nilai koefisien (*standardized coefficient*) negatif yaitu sebesar –0,193 dan *Sig-value* sebesar 0,000, *Sig-value* 0,000 < *sig toleran* 0,05 maka hipotesis 1 ditolak. Sedangkan Hasil pengujian hipotesis penelitian menunjukkan adanya pengaruh DAR terhadap MtBV menghasilkan nilai koefisien (*standardize coefficient*) positif yaitu sebesar 0,124 dan *Sig-value* sebesar 0,011. Oleh karena *Sig-value* 0,011 < *sig toleran* 0,05 maka hipotesis 2 diterima.

Pengaruh CAPBVA terhadap MtBV menghasilkan nilai koefisien (*standardize coefficient*) positif yaitu sebesar 0,055 dan *Sig-value* 0,157. Oleh karena, *Sig-value* 0,157 > *sig toleran* 0,05 maka hipotesis 3 ditolak. Sedangkan pengaruh TATO terhadap MtBV menghasilkan nilai koefisien (*standardize coefficient*) positif yaitu sebesar 0,095 dan *Sig-value* sebesar 0,060. Oleh karena itu *Sig-value* 0,060 > *sig toleran* 0,05 maka hipotesis ditolak.

Pengaruh KV_{EBIT} terhadap MtBV menghasilkan nilai koefisien (*standardize coefficient*) negatif yaitu sebesar –0,163 dan *sig-value* sebesar 0,000. Oleh karena *sig-value* 0,000 < *sig toleran* 0,05 maka hipotesis diterima. Sedangkan SIZE terbukti berpengaruh terhadap MtBV

karena menghasilkan nilai koefisien (*standardize coefficient*) positif yaitu sebesar 0,295 dan *sig-value* sebesar $0,000 < sig\ toleran\ 0,05$.

ROA terbukti berpengaruh terhadap MtBV yang menghasilkan nilai koefisien (*standardize coefficient*) positif yaitu sebesar 0,383 dan *sig-value* sebesar $0,000 < sig\ toleran\ 0,05$. Sedangkan PP terbukti berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap MtBV karena menghasilkan nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif yaitu sebesar 0,015 dan *sig-value* sebesar $0,694 > sig\ toleran\ 0,05$.

Pembahasan

Pengaruh *Intellectual Capital* Terhadap Reaksi Pasar

Hipotesis pertama (H_1) ditolak, *intellectual capital* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar $-4,490$ dan nilai signifikan sebesar $0,000$ lebih besar dari nilai signifikan $0,05$ serta koefisien $-0,193$ sehingga hipotesis yang mengungkapkan bahwa *intellectual capital* (VAIC) berpengaruh positif terhadap reaksi pasar (MtBV) tidak terbukti. Dari penelitian sebelumnya yang sejalan dengan hasil penelitian ini diantaranya dilakukan oleh Sari (2017) yang memberikan kesimpulan bahwa *intellectual capital* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Hasil pengujian hipotesis H_1 bahwa *intellectual capital* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar tidak terbukti. Hal ini karena adanya peningkatan *Intellectual* yang tidak stabil dari tahun 2013-2017, dan terjadi penurunan pada tahun 2016.

Tabel 10
Rata-Rata *Intellectual Capital* dan Reaksi Pasar Selama 5 Tahun

No.	Tahun	<i>Intellectual Capital</i> (VAIC)	Reaksi Pasar (MtBV)
1	2013	191,21	1,60
2	2014	181,67	1,65
3	2015	123,13	1,47
4	2016	37,98	1,53
5	2017	141,52	1,54
Rata-rata		135,10	1,55

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Rata-rata *Intellectual Capital* selama tahun penelitian sebesar 135,10 sedangkan rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2013 sebesar 191,21 dan rata-rata terendah *Intellectual Capital* terjadi pada tahun 2016 sebesar 37,98. Rendahnya *Intellectual Capital* menyebabkan manajemen kurang mempertimbangkan sumber daya manusia sebagai sumber daya keunggulan yang dapat berpengaruh terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Selain itu, perusahaan telah menganggarkan beban karyawan yang besar yang diharapkan dapat mencapai nilai tambah yang tinggi dari sumber daya manusianya. Hal ini harus diimbangi dengan pelatihan atau training yang diselenggarakan dalam perusahaan agar meningkatkan produktivitas kerja tercapai. Sedangkan, bagi karyawan yang kurang kompeten atau tidak mempunyai potensi lebih pada perusahaan dan beban karyawan yang tinggi akan menyebabkan laba bersih menurun, sehingga produktivitas dan kinerja perusahaan akan berkurang. Apabila kinerja perusahaan melemah, maka akan mempengaruhi investor dalam menilai perusahaan tersebut, sehingga reaksi pasar akan semakin rendah.

Pengaruh Kebijakan hutang Terhadap Reaksi Pasar

Hipotesis kedua (H_2) diterima, sesuai dari hasil analisis statistik pada penelitian ini maka diperoleh kesimpulan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar $2,553$ dan nilai signifikan sebesar $0,011$ lebih kecil dari nilai signifikan $0,05$ serta koefisien $0,124$ sehingga hipotesis yang mengungkapkan bahwa kebijakan hutang (DAR) berpengaruh terhadap reaksi pasar (MtBV) terbukti. Dari hasil penelitian yang dilakukan ini, sejalan dengan penelitian yang dilakukan

oleh Irvaniawati (2014), Pertiwi *et al.* (2016), Aminanti (2016), Rohayu (2018) yang memberikan kesimpulan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar.

Perusahaan lebih memfokuskan pendanaan ekuitas internal (pemanfaatan laba ditahan) daripada pendanaan ekuitas eksternal (penerbitan saham baru) dikarenakan pemanfaatan laba ditahan lebih efisien dan tidak memerlukan pengungkapan sejumlah informasi perusahaan, hal ini didukung oleh kebijakan hutang (DAR) yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Penjualan saham lebih baik dihindari oleh perusahaan apabila dilihat dari prospek perusahaan di masa mendatang dan melakukan hutang untuk mendapatkan modal baru. Hal ini akan mendorong investor menangkap sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik sehingga hutang adalah tanda atau sinyal positif bagi investor yang berdampak pada reaksi pasar.

Pengaruh Kebijakan Investasi Terhadap Reaksi Pasar

Hipotesis ketiga (H_3) ditolak, sesuai dari hasil analisis statistik pada penelitian ini, maka diperoleh kesimpulan bahwa kebijakan investasi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar 1,417 dan nilai signifikan sebesar 0,157 lebih besar dari nilai signifikan 0,05 serta koefisien 0,055. Hipotesis penelitian kebijakan investasi (CAPBVA) memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini karena rata-rata kebijakan investasi selama tahun penelitian tidak stabil, dan terjadi penurunan pada tahun 2015. Rata-rata kebijakan investasi selama 5 tahun dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 11
Rata-Rata Kebijakan Investasi dan Reaksi Pasar Selama 5 Tahun

No.	Tahun	Kebijakan Investasi (CAPBVA)	Reaksi Pasar (MtBV)
1	2013	0,16	1,6
2	2014	0,06	1,65
3	2015	0,05	1,47
4	2016	0,06	1,53
5	2017	0,07	1,54
Rata-rata		0,08	1,55

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Rata-rata kebijakan investasi selama tahun penelitian sebesar 0,08 rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2013 sebesar 0,16 dan rata-rata terendah terjadi pada tahun 2015 sebesar 0,05. Dapat dilihat pada tabel diatas, naik turunnya kebijakan investasi tidak mempengaruhi reaksi pasar. Hal ini, karena kurang tepatnya keputusan investasi yang diambil oleh manajer perusahaan manufaktur tersebut. Hasil dari kebijakan investasi yaitu pertumbuhan aset yang hanya membandingkan antara jumlah aset tahun sekarang dengan jumlah aset tahun sebelumnya kurang efektif sehingga apabila jumlah aset tahun sekarang mengalami penurunan maka tidak menjamin jumlah aset tahun berikutnya juga akan mengalami penurunan, atau sebaliknya. Persepsi dari investor dalam menilai hal tersebut adalah perusahaan yang mempunyai prospek yang baik investor akan tetap menanamkan modal investasinya walaupun jumlah aset perusahaan terjadi peningkatan atau penurunan. Sehingga hal tersebut tidak menjadi perhatian bagi investor dalam berinvestasi.

Pengaruh Kebijakan Operasi Terhadap Reaksi Pasar

Hipotesis keempat (H_4) ditolak, sesuai dari hasil analisis statistik pada penelitian ini, maka diperoleh kesimpulan bahwa kebijakan operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar 1,889 dan nilai signifikan sebesar 0,060 lebih besar dari nilai signifikan 0,05 serta koefisien 0,095 sehingga hipotesis yang mengungkapkan bahwa kebijakan operasi (TATO) berpengaruh terhadap reaksi pasar (MtBV) tidak

terdukung. Dari penelitian sebelumnya yang sejalan dengan hasil penelitian ini yaitu Novitasari dan Herlambang (2015), Junaeni (2017), Chabachib dan Misran (2017) yang memberikan kesimpulan bahwa kebijakan operasi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Kebijakan operasi (TATO) yang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini karena terjadi peningkatan kebijakan operasi selama tahun penelitian tidak stabil, dan terjadi penurunan kebijakan operasi pada tahun 2017. Rata-rata kebijakan operasi selama 5 tahun dapat dilihat pada tabel 12 yaitu sebagai berikut:

Tabel 12
Rata-Rata Kebijakan Operasi dan Reaksi Pasar Selama 5 Tahun

No.	Tahun	Kebijakan Operasi (TATO)	Reaksi Pasar (MtBV)
1	2013	1,18	1,60
2	2014	1,19	1,65
3	2015	1,08	1,47
4	2016	1,06	1,53
5	2017	1,02	1,54
Rata-rata		1,10	1,55

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Rata-rata kebijakan operasi selama tahun penelitian sebesar 1,10 sedangkan rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2014 sebesar 1,19 dan rata-rata terendah terjadi pada tahun 2017 sebesar 1,02. Dari rata-rata selama tahun penelitian menunjukkan bahwa kebijakan operasi tidak mempengaruhi peningkatan reaksi pasar. Hal ini karena perusahaan sudah efektif dalam mengelola perputaran aset, namun penjualan tidak cukup banyak untuk menaikkan keuntungan perusahaan sehingga hal ini kurang mendapat perhatian oleh para investor. Selain itu, kebijakan operasi yang diterapkan dalam perusahaan merupakan kebijakan yang memberikan manfaat internal perusahaan terutama dalam keberlangsungan kegiatan operasi perusahaan, sehingga kurang memberikan pengaruh secara signifikan kepada investor dalam menilai perusahaan.

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Reaksi Pasar

Hipotesis kelima (H_5) diterima, sesuai dari hasil analisis statistik pada penelitian ini, maka diperoleh kesimpulan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar $-4,060$ dan nilai signifikan sebesar $0,000$ lebih kecil dari nilai signifikan $0,05$ serta koefisien $-0,163$ sehingga hipotesis yang mengungkapkan bahwa risiko bisnis (KV_{EBIT}) berpengaruh terhadap reaksi pasar (MtBV) terdukung. Dari hasil penelitian yang dilakukan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini dan Pertamawati (2015) yang memberikan kesimpulan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar.

Hasil penelitian ini yang menyimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar, dikarenakan dengan adanya risiko bisnis yang semakin meningkat maka nilai perusahaan manufaktur juga akan mengalami penurunan, yang akhirnya berdampak pada reaksi pasar. Hal ini menjelaskan bahwa investor memberikan respon negatif terhadap peningkatan risiko bisnis yang terjadi dalam perusahaan, sehingga mempengaruhi nilai perusahaan serta terjadi penurunan harga saham.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar

Variabel ukuran perusahaan merupakan variabel kontrol dalam penelitian ini. Sesuai dari hasil analisis statistik pada penelitian ini, maka diperoleh kesimpulan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar $7,299$ dan nilai signifikan sebesar $0,000$ lebih kecil dari nilai signifikan $0,05$ serta koefisien $0,295$ sehingga ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh terhadap reaksi pasar (MtBV) terdukung.

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal tersebut menjelaskan bahwa perusahaan yang besar yang telah mapan mempunyai akses yang lebih mudah menuju pasar modal. Sedangkan, perusahaan yang masih kecil atau baru beroperasi akan cenderung mengalami kesulitan untuk mendapatkan akses ke pasar modal. Kemudahan akses menuju ke pasar modal sangat berarti penting dalam fleksibilitas dan kemampuannya untuk mendapatkan dana yang jumlahnya lebih besar. Hal ini akan membuka peluang bagi perusahaan dalam memperoleh keuntungan yang lebih besar serta meningkatkan nilai perusahaan yang berdampak pada reaksi pasar yang semakin meningkat.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Reaksi Pasar

Variabel profitabilitas merupakan variabel kontrol dalam penelitian ini. Sesuai dengan hasil analisis statistik pada penelitian ini, maka diperoleh kesimpulan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar 9,015 dan nilai signifikan sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai signifikan 0,05 serta koefisien 0,383 sehingga profitabilitas (ROA) berpengaruh terhadap reaksi pasar (MtBV) terdukung. Dari hasil penelitian yang dilakukan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pertiwi *et al.*, (2016) yang memberikan kesimpulan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Selain itu, hasil penelitian yang dilakukan Khafa dan Laksito (2015) memberikan kesimpulan dalam penelitiannya bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar.

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar, diterima. Hal ini karena profitabilitas menjadi penentu baik buruknya kinerja perusahaan. Apakah keuntungan atau laba yang dihasilkan akan diserahkan seluruhnya atau sebagian labanya ditahan memiliki implikasi terhadap naik turunnya harga saham. Selain itu, karena pemegang saham dan investor memperhatikan bagaimana perusahaan mengoptimalkan modalnya dalam melakukan kegiatannya. Laba akan dihasilkan dari aktivitas penjualan. Investor akan sangat berpengaruh terhadap laba yang tinggi, sehingga berdampak pada naiknya harga saham. Apabila harga saham yang semakin naik, maka investor akan menilai perusahaan itu semakin baik sehingga akan berdampak pada meningkatnya reaksi pasar. Persepsi dari investor adalah apabila perusahaan mengalami laba yang tinggi, artinya bahwa perusahaan mampu untuk mengelola keuangan dengan baik, produktivitas kerja semakin baik, dan keberlangsungan perusahaan di masa yang akan datang akan terjamin.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Reaksi Pasar

Variabel pertumbuhan penjualan merupakan variabel kontrol dalam penelitian ini. Sesuai dari hasil analisis statistik pada penelitian ini, maka diperoleh kesimpulan bahwa kebijakan operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, terdapat nilai t hitung sebesar 0,394 dan nilai signifikan sebesar 0,694 lebih besar dari nilai signifikan 0,05 serta koefisien 0,015 sehingga pertumbuhan penjualan (PP) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Dari penelitian sebelumnya yang sejalan dengan hasil penelitian ini yaitu Mandalika (2016) yang memberikan kesimpulan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini karena jumlah penjualan yang tinggi memberikan pengaruh yang positif pada keuangan perusahaan, akan tetapi berpengaruh tidak signifikan karena apabila dilihat dari rata-rata penjualan setiap tahunnya selalu mengalami perubahan.

Pertumbuhan penjualan (PP) yang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini karena terjadi peningkatan pertumbuhan penjualan yang tidak stabil, dan terjadi penurunan pada tahun 2016. Rata-rata pertumbuhan penjualan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 13
Rata-Rata Pertumbuhan Penjualan dan Reaksi Pasar Selama 5 Tahun

No.	Tahun	Pertumbuhan Penjualan (PP)	Reaksi Pasar (MtBV)
1	2013	0,14	1,6
2	2014	23,3	1,65
3	2015	0,06	1,47
4	2016	0,05	1,53
5	2017	0,07	1,54
Rata-rata		4,72	1,55

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Rata-rata pertumbuhan penjualan selama tahun penelitian sebesar 4,72 sedangkan rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2014 sebesar 23,3 dan rata-rata terendah terjadi pada tahun 2016 sebesar 0,05. Dapat dilihat pada tabel diatas, naik turunnya pertumbuhan penjualan tidak mempengaruhi reaksi pasar. Hal ini karena investor kurang memperhatikan adanya pertumbuhan penjualan pada suatu perusahaan. Selain itu, pendekatan pertumbuhan penjualan juga sebagai prospek di masa mendatang, sedangkan tingkat penjualan sekarang dengan tahun sebelumnya akan selalu berubah atau tidak menentu, sehingga pertumbuhan penjualan kurang berpengaruh terhadap investor dalam menilai suatu perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh *intellectual capital* (VAIC), kebijakan hutang (DAR), kebijakan investasi (CAPBVA), kebijakan operasi (TATO), risiko bisnis (KV_{EBIT}) serta variabel kontrol diantaranya ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (ROA), pertumbuhan penjualan (PP) terhadap reaksi pasar (MtBV). Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2013-2017. Metode *purpose sampling* digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini sehingga diperoleh 87 perusahaan selama periode tahun 2013-2017.

Intellectual capital (VAIC) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Beban karyawan yang tinggi serta sumber daya manusia yang kurang unggul atau kurang kompeten akan menyebabkan laba bersih menurun dan kinerja perusahaan juga akan menurun. Hal ini akan mempengaruhi investor dalam menilai perusahaan, sehingga akan berdampak terhadap reaksi pasar yang akan semakin rendah.

Kebijakan hutang (DAR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Penggunaan tingkat hutang yang tinggi akan dapat menggambarkan kualitas perusahaan yang tinggi pula, hal ini karena perusahaan mempunyai keberanian dalam menghadapi kesulitan keuangan, sehingga kinerja perusahaan meningkat yang dapat berdampak pada peningkatan reaksi pasar.

Kebijakan investasi (CAPBVA) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Hal tersebut karena kurang tepatnya keputusan investasi yang diambil oleh manajer perusahaan. Keputusan investasi yang dilakukan hanya membandingkan jumlah aset tahun sekarang dengan jumlah aset tahun sebelumnya kurang efektif, karena apabila jumlah aset tahun sekarang terjadi penurunan maka tidak menjamin jumlah aset tahun selanjutnya juga akan mengalami penurunan sehingga hal ini tidak akan menjadi perhatian lebih bagi investor dalam berinvestasi.

Kebijakan operasi (TATO) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Hal ini karena manajer dalam mengelola perputaran aset sudah efektif dan efisien, namun penjualan tidak cukup banyak untuk menaikkan laba bersih perusahaan sehingga kurang mendapat perhatian lebih dari investor. Selain itu, keputusan operasi kurang memberikan dampak yang signifikan terhadap investor dalam menilai perusahaan,

karena keputusan operasi lebih memberikan manfaat internal perusahaan terutama dalam keberlangsungan perusahaan menjalankan kegiatan operasinya.

Risiko bisnis (KV_{EBIT}) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Risiko bisnis yang tinggi akan menimbulkan kebangkrutan di masa yang akan datang, hal ini akan mempengaruhi persepsi investor dalam menilai suatu perusahaan. Investor akan lebih memilih perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang rendah, karena kemungkinan terjadinya kebangkrutan akan semakin rendah, sehingga kesimpulannya bahwa risiko bisnis yang tinggi akan menurunkan reaksi pasar.

Ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Perusahaan yang besar dan telah mapan memiliki jumlah aset yang besar pula, sehingga memiliki akses yang lebih mudah dalam menuju pasar modal. Akses yang lebih mudah akan memberikan peluang perusahaan dalam memperoleh dana yang lebih besar sehingga keuntungan akan lebih banyak diperoleh serta meningkatkan nilai perusahaan yang berdampak terhadap reaksi pasar yang semakin meningkat.

Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Laba yang tinggi akan mempengaruhi persepsi positif bagi investor. Investor akan lebih memilih perusahaan yang memiliki laba bersih yang tinggi, karena laba yang semakin tinggi mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam mencapai produktivitas dan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang semakin baik dengan laba yang tinggi akan meningkatkan harga saham perusahaan, sehingga reaksi pasar akan meningkat pula.

Pertumbuhan penjualan (PP) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar (MtBV). Pertumbuhan penjualan merupakan prospek yang baik di masa akan datang. Namun, tingkat penjualan tahun sekarang dengan tahun sebelumnya akan selalu berubah sehingga kurang mendapat perhatian lebih bagi investor dalam menilai suatu perusahaan. Kesimpulannya tingkat pertumbuhan penjualan baik itu semakin naik maupun semakin rendah kurang memberikan pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar.

Saran

Sesuai kesimpulan yang didapatkan dalam penelitian ini, maka terdapat beberapa saran untuk penelitian selanjutnya yaitu diantaranya: (1) Pada penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi lain seperti kebijakan hutang dapat diproksikan dengan DER dan risiko bisnis dapat diproksikan dengan DOLL dan BRISK agar hasil penelitiannya lebih maksimal; (2) Bagi perusahaan manufaktur lebih fokus lagi dalam mengelola kekayaan *intellectual capital* agar dapat memberikan pengaruh positif untuk peningkatan nilai perusahaan sehingga reaksi pasar meningkat juga; (3) Bagi perusahaan manufaktur untuk lebih mempertimbangkan keputusan yang tepat dan meningkatkan lebih baik lagi kebijakan investasi, kebijakan operasi, serta pertumbuhan penjualan agar mampu meningkatkan nilai perusahaan sehingga reaksi pasar juga akan meningkat pula. Selain mempertimbangkan keputusan investasi yang tepat, dengan menaikkan tingkat penjualan juga akan meningkatkan kebijakan operasi dan pertumbuhan penjualan; (4) Penelitian selanjutnya sebaiknya meneliti sektor lain diantaranya sektor pertambangan dan sektor perdagangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adipalguna, I. dan A. Suarjaya. 2016. Pengaruh Likuiditas, Solvabilitas, Aktivitas, Profitabilitas, Dan Penilaian Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan LQ45 Di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud* 5(12): 7638-7668.
- Alfrah, M. 2018. Intellectual Capital Reporting And Its Relation To Market And Financial Performance. *International Journal of Ethics and Systems* 34(3): 266-281.
- Amalia, N. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Dan Leverage Terhadap Intellectual Capital Disclosure. *E-Jurnal STIE Perbanas Surabaya* 5(1): 1-14.

- Aminati, R. 2016. Pengaruh Kebijakan Dividen, Hutang, Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Consumer Goods (Studi Kasus pada Perusahaan Consumer Goods yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2013). *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen* 5(8): 1-16.
- Anggraini, D. 2018. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Stiesia Surabaya* 7(2): 1-20.
- Berzkalne, I. dan E. Zelgalve. 2014. Intellectual Capital and Company Value. *Pocedia – Social and Behaviral Sciences* 110(2014): 887-896.
- Brigham, E. dan J. Houston. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Essentials of Financial Management)*. Edisi Sebelas. Cetakan Kedua. Salemba Empat. Jakarta.
- Chabachib, M. dan M. Misran. 2017. Analisis Pengaruh DER CR dan TATO Terhadap PBV dengan ROA Sebagai Variabel Intervening (Studi Pada Perusahaan Properti dan Real Estate Yang Terdaftar Pada BEI Tahun 2011-2014). *Jurnal Manajemen* 6(1): 1-13.
- Chizari, M., R. Mehjardi, Sadrabadi, dan F. Mehjardi. 2016. The Impact of Intellectual Capital of Pharmaceutical Companies Listed in Tehran Stock Exchange on Their Market Performance. *Procedia Economic and Finance* 36(16): 291-300.
- Ghozali, I. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Progam IBM SPSS 23*. Edisi Delapan. Cetakan Kedelapan. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hidayah, N. 2015. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Property Dan Real Estat Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi* 19(3): 420-432.
- Irvaniawati. 2014. Analisis Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Investasi, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2012). *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen* 3(6): 1-19.
- Junaeni, I. 2017. Pengaruh EVA, ROA, DER dan TATO Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Makanan dan Minuman di BEI. *Riset dan Jurnal Akuntansi* 2(1): 32-47.
- Kahfi, M., Pratomo, dan W. Aminah. 2018. Pengaruh Current Ratio, Debt To Equity Ratio, Total Assets Turnover Dan Return On Equity Terhadap Nilai Perusahaan (Study Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Food and Beverage Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2011-2016). *Jurnal Manajemen* 5(1): 566-574.
- Khafa, L. dan H. Laksito. 2015. Pengaruh CSR, Ukuran Perusahaan, Leverage, Dan Keputusan Investasi Pada Kinerja Keuangan Perusahaan Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi* 4(4): 1-13.
- Khalil, M. dan J. Simon. 2014. Efficient Contracting, Earnings Smoothing and Managerial Accounting Discretion. *Journal of Applied Accounting Research* 15(1): 100-122.
- Lestari, N. dan R. Sapitri. 2014. Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi dan Manajemen Bisnis* 1(2): 1-5.
- Mandalika, A. 2016. Pengaruh Struktur Aktiva, Struktur Modal, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Sektor Otomotif). *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi* 16(1): 207-218.
- Maryanto, H. 2017. Pengaruh Intellectual Capital Dan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014. *Journal of Economics* 4(1): 1598-1612.
- Miswanto. 2013. Pengukuran Risiko Bisnis dan Risiko Pendanaan Dalam Perusahaan. *Jurnal Economi* 9(1): 102-115.
- Novitasari, P. dan L. Herlambang. 2015. Pengaruh Current Ratio, Total Asset Turnover, Debt To Equity Ratio, Dan Return on Equity Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di JII Periode 2009-2013. *Jurnal Ekonomi* 2(4): 356-371.

- Ogolmagai, N. 2013. Leverage Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Manufaktur Yang Go Public Di Indonesia. *Jurnal EMBA* 1(3): 81-89.
- Putra, I. 2012. Pengaruh Modal Intelektual Pada Nilai Perusahaan Perbankan Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Humanika* 2(1): 1-22.
- Putra, A., Saryadi, dan W. Hidayat. 2013. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan BUMN (Non-Bank) Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Social and Politic* 2(1): 1-9.
- Pertiwi, P., P. Tommy, dan J. Tumiwa. 2016. Pengaruh Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Food And Beverages Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA* 4(1): 1369-1380.
- Ramaiyanti, S., E. Nur, dan Y. Basri. 2018. Pengaruh Risiko Bisnis, Kebijakan Dividen Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015). *Jurnal Ekonomi* 26(2): 65-81.
- Rohayu, E. 2018. Pengaruh Intellectual Capital dan Kebijakan Hutang Terhadap Financial Performance dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi. Progam S1 Stiesia Surabaya. *E-Jurnal Stiesia Surabaya* 7(5): 1-24.
- Sari, A. 2017. Pengaruh Intellectual Capital dan Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 6(2): 1-16.
- Wiagustini, N. dan N. Pertamawati. 2015. Pengaruh Risiko Bisnis Dan Ukuran Perusahaan Pada Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Farmasi Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan* 9(2): 112-122.
- Yuliani, I. dan W. Samadi. 2013. Keputusan Investasi, Pendanaan, Dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Keuangan dan Perbankan Universitas Sriwijaya* 17(3): 362-375.