

PERAN INTELLECTUAL CAPITAL DISCLOSURE (ICD) DALAM MENCIPTAKAN LIKUIDITAS SAHAM MELALUI MARKET CAPITALIZATION SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Pemetaan Literatur dan Agenda Penelitian Kedepan)

Eko Wahyudi Antoro¹, Nikmatu Zuhroh², Moch. Irfani³, Josen Andrian Redi Setia⁴

¹Program Studi Manajemen, Universitas Kahuripan Kediri, Jl. Pb. Sudirman No.25, Plongko, Pare, Kec. Pare, Kabupaten Kediri, Jawa Timur, Kode pos 64212, 0812-1720-1788, Email: eko.w.a@students.kahuripan.ac.id

²Program Studi Akuntansi, Universitas Kahuripan Kediri, Jl. Pb. Sudirman No.25, Plongko, Pare, Kec. Pare, Kabupaten Kediri, Jawa Timur, Kode pos 64212, 0812-1720-1788, Email: nikmatuzuhroh09@gmail.com

³Program Studi Akuntansi, Universitas Kahuripan Kediri, Jl. Pb. Sudirman No.25, Plongko, Pare, Kec. Pare, Kabupaten Kediri, Jawa Timur, Kode pos 64212, 0812-1720-1788, Email: moch.irfani@students.kahuripan.ac.id

⁴Program Studi Akuntansi, Universitas Kahuripan Kediri, Jl. Pb. Sudirman No.25, Plongko, Pare, Kec. Pare, Kabupaten Kediri, Jawa Timur, Kode pos 64212, 0812-1720-1788, Email: joanreial6@gmail.com

*Korespondensi: Email: eko.w.a@students.kahuripan.ac.id

Diterima: 22 Desember 2023 ; Review: 27 Desember 2023; Disetujui: 27 Desember 2023

Cara sitasi: Antoro. W.E, Zuhroh. N, Irfani. M, Setia. J.A.R. 2023. Peran Intellectual Capital Disclosure (Icd) Dalam Menciptakan Likuiditas Saham Melalui Market Capitalization Sebagai Variabel Intervening (Pemetaan Literatur dan Agenda Penelitian Kedepan). Balance Vocation Accounting Journal. Vol 7 (No. 2): halaman 146-160

Abstract - Kepekaan dan kesadaran untuk bisa mengaplikasikan *Intellectual Capital Disclosure* kedalam sebuah rutinitas wajib perusahaan akan bisa lahir jika manajemen dan pimpinan perusahaan mampu menginisiasi dan menjadikan *Intellectual Capital Disclosure* sebuah kewajiban dalam perusahaannya. Kajian literatur sistematis ini menggunakan piranti lunak Publish and Perish (PoP) berbasis Google Scholar (GS) sebagai database awal untuk mengumpulkan data. Review literatur dengan mendasarkan pada 113 artikel berhasil mengidentifikasi variabel, negara, teori atau perspektif, dan metodologi penelitian dalam konteks penelitian tentang *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* dilakukan selama ini. Kajian ini menemukan bahwa mayoritas studi *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* justru masih banyak dilakukan di negara-negara maju yaitu di United Kingdom sebagai obyek utama penelitian. Negara di United Kingdom tidaklah diragukan lagi karena memiliki posisi kuat dalam keuangan dan mempraktikkan *intellectual capital disclosure* sehingga memiliki *market capitalization* dan *liquidity stock* yang baik. Temuan ini mengundang ide-ide riset yang akan datang, yaitu mengkaji dengan lebih mendalam konteks perusahaan-perusahaan di negara berkembang seperti di Indonesia. Di sisi lain, penelitian tentang *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* dengan mengangkat perusahaan-perusahaan khususnya di Asia atau negara-negara berkembang lainnya masih memiliki celah penelitian yang besar. Celah penelitian yang lain adalah didasari oleh metode penelitian dimana mayoritas penelitian yang terjaring oleh metode bibliometrix ini adalah menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis regresi linier berganda, dan belum ditemukan penelitian dengan topik yang sama menggunakan teknik analisis *Structural Equation Modelling*. Selain itu juga dari sisi kontruksi teori, mayoritas penelitian secara parsial menggunakan kombinasi teori agency, teori sinyal dan *resource based theory* meskipun akan lebih kuat jika dielaborasi dengan *legitimasi theory*.

Keywords: *intellectual capital disclosure*, *good corporate governance*, *firm characteristic*, *market capitalization* dan *liquidity stock*.

1. PENDAHULUAN

Investasi memiliki peran yang sangat vital bagi pergerakan roda perekonomian Indonesia. Hal tersebut dikarenakan semakin ramai investor melakukan transaksi di pasar modal, maka akan semakin besar sumbangsiah pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi melalui penerimaan pajak pasar modal. Bahkan, Menteri Keuangan Indonesia Sri Mulyani pun menegaskan akan hal tersebut dan menghimbau agar investor lokal bangkit dan mau untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia (Walter, 2016).

Melihat situasi ini, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) pun mendorong perkembangan investor lokal untuk dapat mendominasi pasar modal, namun hal tersebut masih sulit terjadi, sebab investor lokal masih bersikap pasif. Seharusnya pada saat harga saham sangat murah, investor lokal punya kesempatan emas masuk berinvestasi di pasar modal. Sayangnya, investor lokal lebih banyak menunggu dan kehilangan arah untuk aksi jual atau beli. Maklum, berdasarkan hasil penelitian dan pengamatan, ada tiga faktor utama pasar modal kurang menarik investor lokal, yaitu, pertama, tidak adanya wakil investor publik di perusahaan *go public* baik sebagai komisaris, direksi atau semacam dewan pengawas (Abidin, 2015).

Alasan lain OJK mendorong investor lokal untuk aktif di pasar modal adalah karena investor lokal merupakan salah satu pilar utama dalam menjaga likuiditas perdagangan saham di pasar modal Indonesia dalam menahan sentimen negatif terutama yang datang dari eksternal. Upaya meningkatkan jumlah investor lokal merupakan program yang tidak bisa ditawar-tawar, Jika Bursa Efek Indonesia ingin saham yang beredar bisa likuid dan stabil (Mahmud, 2015).

Faktor lain yang menjadi penyebab rendahnya volume saham yang aktif di Bursa Efek Indonesia yang pertama adalah masih rendahnya literasi masyarakat Indonesia atas produk keuangan khususnya pasar modal dan kedua adalah kualitas emiten dimana kualitas fundamental emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak sesuai dengan kondisi riil, sehingga ketika ada investor yang masuk, maka ia kesulitan untuk menjual sahamnya kembali (Forddanta, 2016).

Kondisi ini jelas sangat menghambat investor, khususnya investor lokal untuk menghitung keakuratan kapitalisasi pasar dari perusahaan-perusahaan yang sahamnya sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sehingga mempengaruhi minat investor untuk aktif dalam bursa saham perusahaan-perusahaan tersebut (BEI, 2017). Hal ini senada dengan data ringkasan saham yang disajikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI), dimana dari target yang dicanangkan oleh Direktur BEI, Kapitalisasi Pasar perusahaan yang *Go Public* di BEI diharapkan mampu mencapai 10.000 triliun pada tahun 2020, namun saat ini perusahaan-perusahaan yang ada masih belum mampu mencapainya bahkan, terjadi pergerakan yang fluktuatif .

Untuk itu, dibutuhkan sarana dan cara yang dapat membantu investor agar dapat menilai saham perusahaan dengan baik, agar minat untuk berinvestasinya tumbuh kembali. Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan-perusahaan tersebut adalah dengan mengungkapkan seluruh aktivitas perusahaan yang bernilai dalam laporan keuangan dengan data yang valid dan telah dilakukan verifikasi serta audit baik secara internal maupun eksternal.

Berbicara tentang pengungkapan aktivitas perusahaan dalam laporan keuangan, PSAK maupun IFRS sudah memberikan panduan dan regulasi perihal mekanisme penyajian dan apa saja yang wajib di sampaikan dalam laporan keuangan tersebut bagi perusahaan yang sudah *go public*. Namun yang hingga kini belum diatur adalah pengungkapan terkait *intellectual capital*, sehingga sifat dari pengungkapan *intellectual capital* masih dilakukan secara *voluntary*. Padahal *intellectual capital* jika diungkapkan dalam laporan perusahaan, sejatinya mampu memberikan nilai tambah perusahaan dimata investor, namun hingga kini hal tersebut masih belum menjadi perhatian serius baik bagi perusahaan maupun bagi para pemangku kebijakan.

Kepekaan dan kesadaran untuk bisa mengaplikasikan *Intellectual Capital Disclosure* kedalam sebuah rutinitas wajib perusahaan akan bisa lahir jika manajemen dan pimpinan perusahaan mampu menginisiasi dan menjadikan *Intellectual Capital Disclosure* sebuah kewajiban dalam perusahaannya. Selain dari faktor manajemen dan pemimpin, faktor lain yang menentukan adalah adanya tata kelola perusahaan (*good corporate governance*) yang baik. *Good Corporate Governance* merupakan Suatu struktur yang mengatur pola hubungan harmonis tentang peran dewan komisaris, Direksi, Pemegang Saham dan Para Stakeholder lainnya. *Good Corporate Governance* merupakan Suatu sistem pengecekan dan perimbangan kewenangan atas pengendalian perusahaan yang dapat membatasi munculnya dua peluang: pengelolaan yang salah dan penyalahgunaan aset perusahaan. *Good Corporate Governance* merupakan suatu proses yang transparan atas penentuan tujuan perusahaan, pencapaian, berikut pengukuran kinerjanya (Indarti & Extaliyus, 2013; Romero, et al., 2017; Alfraih, 2018).

Jika ditinjau dari persektif teori agensi yang merupakan dasar untuk memahami isu *corporate governance* menjelaskan bahwa dalam konteks ini, menjelaskan adanya hubungan asimetri antara pemilik dan pengelola. Untuk menghindari terjadi hubungan yang asimetri tersebut dibutuhkan suatu konsep yaitu konsep *Good Corporate Governance* yang bertujuan untuk menjadikan perusahaan menjadi lebih sehat (Jensen & Meckling, 1976). Cerminan perusahaan yang sehat tersebut dapat tercermin pada laporan keuangan yang dimiliki. Atau dapat dikatakan bahwa laporan keuangan dari sebuah perusahaan tersebut akan memberikan signal kepada Investor terkait kondisi perusahaan itu sendiri. *Signaling theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan kinerja yang tinggi (perusahaan bagus) menggunakan informasi keuangan untuk mengirim signal kepada pasar (Spence, 1973).

Meskipun demikian, penerapan *Good Corporate Governance* pada perusahaan-perusahaan dan pasar modal di Indonesia memang tidak semudah membalikkan telapak tangan. Sebab, hal ini pun juga ditentukan oleh karakteristik perusahaan-perusahaan itu sendiri. Guna memperoleh harmonisasi dari organ-organ perusahaan dalam menata struktur kelembagaan dan mekanisme operasional, perusahaan juga harus memiliki komite audit, dewan komisaris, kejelasan struktur kepemilikan, sehingga perusahaan tersebut mampu mengendalikan kemampuannya dalam menghasilkan laba (profit) maupun perilakunya dalam menggunakan hutang. Tentunya perilaku ini juga memiliki kaitan dengan usia perusahaan dan besar kecilnya skala perusahaan (Cheng & Courtenay, 2006; Li, et al., 2012; Wallace, et al., 1994; Canibano, 2000; Shahveisi, et al., 2016).

Karakteristik perusahaan yang ada tersebut, selain berperan dalam kelancaran penerapan *Good Corporate Governance*, apabila semuanya dalam kondisi yang baik, akan dapat menjadi sebuah nilai bagi perusahaan itu sendiri dan tentunya memberikan nilai tambah (*value added*) di mata investor. Hal ini sesuai dengan pendapat Li et al yang menyatakan bahwa karakteristik perusahaan merupakan unsur-unsur tertentu dalam perusahaan yang dapat mewakili dalam penilaian perusahaan tersebut (Li, et al., 2012).

Untuk memperkuat nilai tambah dimata investor tersebut, perusahaan-perusahaan modern saat ini mengarahkan garis kebijakannya untuk lebih menitik beratkan investasinya pada *intangible asset* atau *intellectual capital* (Bontis & Richardson, 2000; Zulawska, 2016; Oktari, et al., 2016; Kufepaksi & Gunawan, 2018). *Intellectual capital* (modal intelektual) adalah asset tidak berwujud berupa sumber daya informasi serta pengetahuan yang berfungsi untuk meningkatkan kemampuan bersaing serta dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Abeysekera & Guthrie, 2004; Urbanek, 2016). Berdasarkan sekilas latar belakang masalah diatas, maka peneliti tertarik terdapat sebuah pertanyaan yang lahir yakni bagaimana **peran *Intellectual Capital Disclosure* dalam menciptakan likuiditas saham melalui *market capitalization* sebagai variabel intervening**”.

Untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan tersebut, artikel ini dibagi dalam lima sub-bagian. Bagian Pertama membahas tentang pendahuluan kajian dan pertanyaan penelitian. Selanjutnya, Bagian Kedua memaparkan metodologi yang digunakan dalam kajian terstruktur ini dengan mendasarkan pada analisis bibliometrik dibantu oleh piranti lunak HPoP dan GS database.

Hasil dan diskusi terkait hasil pengelompokan kata-kata kunci ditampilkan dengan VOSviewer dibahas di Bagian Ketiga. Bagian terakhir menutup simpulan kajian dengan menyajikan keterbatasan dan rekomendasi untuk penelitian-penelitian yang akan datang.

2. RESEARCH METHOD

Kajian ini mendasarkan pada metode *review* terstruktur atau sistematis dengan tujuan untuk menghasilkan sebuah ringkasan sistematis terkait berbagai penelitian bertema *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *stock liquidity*. Metode *review* terstruktur yang digunakan berbasis pada tiga kriteria untuk menjangkau artikel-artikel yang memuat topik tersebut berikut faktor-faktor lain yang berpotensi mempengaruhinya. Penentuan aspek kriteria inilah yang membedakannya dengan *review* literatur konvensional.

Kriteria pertama adalah pemilihan kata kunci yang tepat dan relevan untuk mencari artikel-artikel dalam basis data elektronik. Pada proses pencarian, peneliti menggunakan *title words* “*intellectual capital disclosure*”. Selanjutnya didukung dengan *keywords* “*good corporate governance, firm characteristic, market capitalization, liquidity stock*”. Penggunaan *title words* dan *keywords* tersebut dimaksudkan untuk menyaring setiap artikel. Hal tersebut dilakukan untuk memastikan bahwa artikel yang diperoleh benar-benar sesuai dengan tema yang diangkat dalam kajian ini. Kriteria kedua adalah tipe artikel yang dipilih untuk proses analisis data yaitu hanya menggunakan artikel-artikel yang diterbitkan oleh jurnal-jurnal internasional *peer-reviewed* berbahasa Inggris. Kajian ini tidak menggunakan artikel-artikel dari konferensi tesis, disertasi, maupun buku dengan alasan menjamin kekinian kajian. Kriteria ketiga yang digunakan adalah lintas bidang atau multidisiplin untuk membuka peluang mendapatkan artikel-artikel di luar bidang *sains* dan *social* untuk meningkatkan keragaman perspektif.

Data dianalisis dengan teknik bibliometrik berdasarkan pada protokol analisis bibliometrik dari Fahimnia, et al., (2017) & Setyaningsih & Indarti, (2018) yang terdiri dari: a) menentukan kata kunci pencarian; b) memperoleh hasil awal pencarian; c) memperbaiki hasil pencarian; d) mengumpulkan data awal, dan e) menganalisis data. Teknik bibliometrik digunakan untuk merepresentasikan sisi kuantitatif hasil-hasil penelitian yang berbentuk artikel jurnal, buku, ataupun jenis-jenis komunikasi tertulis lainnya (Heersmink, et al., 2011; Van Raan, 2003). Selanjutnya, untuk memperoleh hasil analisis yang lebih komprehensif, dilakukan identifikasi dan pengelompokan konten artikel berdasarkan objektif, variabel, negara, dan metodologi dalam format MsExcel workbook.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tahapan-tahapan analisis bibliometrik secara rinci akan dijelaskan di sub bagian berikut.

1. Menentukan Kata Kunci Penelitian

Tahapan pertama adalah menelusuri artikel-artikel sesuai topik kebijakan dividen. Proses pencarian berlangsung selama 3 (tiga) bulan, dengan bantuan piranti lunak Harzing's Publish or Perish (HPoP). Piranti lunak ini dikembangkan oleh Professor Anne Will Harzing dari Tarma Research Software Pty Ltd-Melbourne (Patra & Chand, 2006). Database untuk proses pengumpulan data adalah Google Scholar dengan mempertimbangkan aspek aksesibilitas dan kelengkapan sumber data. Kata kunci yang dipakai adalah “*Intellectual Capital Disclosure*” kemudian untuk penelusuran lebih lanjut digunakan kata kunci “*Good Corporate Governance, Firm Characteristic, Market Capitalization* dan *Stock Liquidity*”. Kedua kelompok kata tersebut memperoleh hasil pencarian yang serupa, sehingga pada analisis menggunakan salah satu kata kunci. Hal ini karena pada kata kunci pertama dan kedua diperoleh hasil 113 artikel. Selain itu, ketentuan khusus lain adalah judul artikel harus mengandung kata “*Intellectual Capital Disclosure, Market Capitalization*”). Selain ketentuan-ketentuan pencarian tersebut, ketentuan lainnya seperti tahun publikasi dijadikan kriteria.

2. Memperoleh Hasil Pencarian

Hasil pencarian dengan kata kunci yang dijelaskan di poin 2.1 mendapatkan 113 artikel sebagai data awal. Artikel-artikel tersebut dipublikasikan pada periode waktu mulai dari 2000

hingga 2020. Hal ini dilakukan karena babak baru riset intellectual capital disclosure dalam bidang ilmu keuangan dipelopori oleh riset Rylander, et al., (2000). Pada tahun 2000, Rylander, et al memperkenalkan konsep untuk meningkatkan pengungkapan informasi terkait modal intelektual. Selanjutnya, dilakukan pemisahan artikel berdasarkan sumber-sumber artikel seperti jurnal, buku, proceedings, dan lain-lain seperti yang ditunjukkan oleh Tabel 1.

Tabel 1 Hasil Pendataan Jurnal

Indikator	Hasil
Query	Journal, Intellectual Capital Disclosure, Market Capitalization and Liquidity Stock
Source	Google Schollar
Year	2000-2020
Papers	113
Citations	5964
Cites_Years	298.20
Cites_Papers	52.78
h_Index	27
g_Index	77
PoP hI Norm	22
PoP hI Annual	1.10

Catatan:

Penamaan komponen-komponen pada indikator (e.g query, source, dst) masih menggunakan bahasa Inggris sesuai dengan hasil dari PoP

Berdasarkan tabel 1, dapat diketahui bahwa proses pencarian menggunakan perangkat lunak PoP menghasilkan sebanyak 113 artikel yang dipublikasikan selama periode 20 tahun (2000 hingga 2020), dengan total 5.964 sitasi atau setara dengan 298,20 sitasi/tahun.

3. Memperbaiki Hasil Pencarian

Setelah diperoleh 113 artikel, kemudian dilakukan proses pemilihan sehingga diperoleh 54 artikel yang dipublikasi di jurnal internasional bereputasi, Rinciannya dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Pemilihan Artikel

No	Jenis/Sumber	Jumlah Artikel
1	Jurnal*	
	Jurnal Q1	22
	Jurnal Q2	7
	Jurnal Q3	20
	Jurnal Q4	5
	Jurnal tanpa ranking	16
	Tidak teridentifikasi/tidak dapat diakses/non inggris	11
2	Buku/Laporan/Review	8
	Conference Proceedings	6
	Working Paper/Tesis	8
	Tidak teridentifikasi/Sitasi/Rejected Website	10
	Total	113

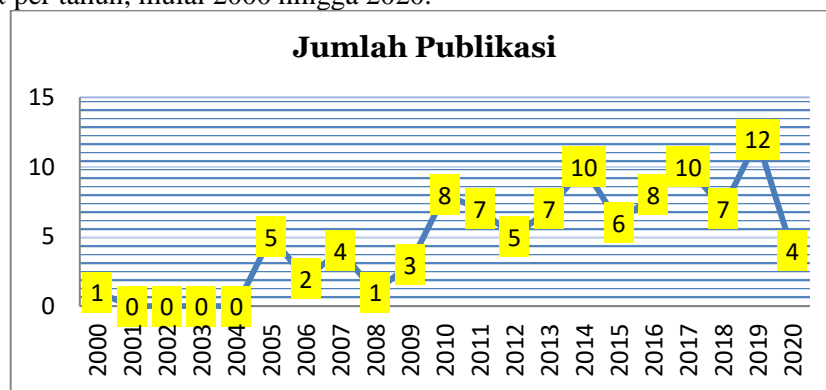
* perangkian berdasarkan data scimagojr

Dari 113 artikel, sebanyak 22 artikel bersumber dari buku, proceedings, dan lain-lain yang tidak dilanjutkan untuk dianalisis. Sebanyak 81 artikel memenuhi kriteria yang terdiri dari artikel yang terbit di jurnal bereputasi (Q1 hingga Q4) berdasarkan daftar yang dirilis oleh Scimagojr. Sisanya, 10 artikel diterbitkan di jurnal yang tidak terdaftar pada Scimagojr.

4. Memperbaiki hasil pencarian

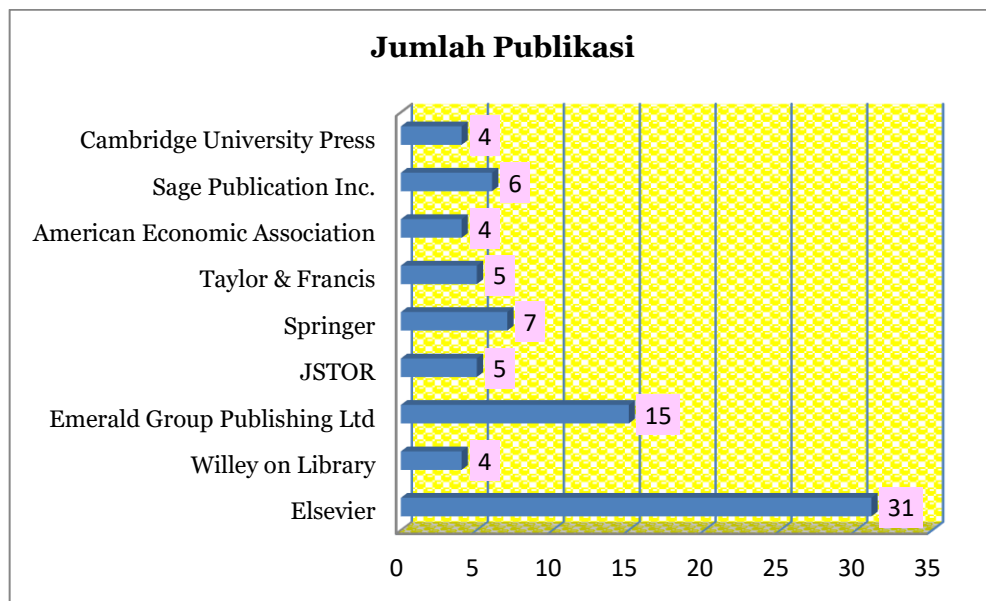
Seperti yang dijabarkan sebelumnya, proses pencarian menggunakan piranti lunak PoP menghasilkan 113 artikel yang dipublikasikan selama periode 2000 sampai 2020. Semua artikel ini kemudian dirangkum ke dalam format MsExcel memuat informasi-informasi umum, seperti judul, penulis, tahun publikasi, dan spesifikasi jurnal (nama jurnal, tier, dan penerbit). Selain itu, untuk kebutuhan analisis yang lebih mendalam guna menjawab pertanyaan penelitian, informasi khusus terkait variabel, teori, metodologi, dan negara tempat studi dilakukan juga disertakan.

Hasil pendataan menggunakan jurnal yang relevan yaitu jurnal yang terbit di jurnal bereputasi (Q1 hingga Q4). Hasil pendataan menunjukkan bahwa trend studi *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* sedikit tidak stabil tetapi cenderung meningkat pada tahun 2019, namun kemudian menurun lagi pada tahun 2020. Pada tahun 2002 hingga tahun 2004, studi *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* terjadi kekosongan penelitian, meskipun meningkat lagi pada tahun 2005 meskipun turun kembali pada tahun 2006 hingga tahun 2009 dengan hanya satu sampai empat artikel yang diterbitkan per tahun. Jumlah artikel yang diterbitkan meningkat secara signifikan pada tahun 2014, dengan angka tertinggi artikel yang terbit dengan tema ini adalah pada tahun 2019. Gambar 1 menyajikan distribusi artikel yang diterbitkan dalam *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* per tahun, mulai 2000 hingga 2020.



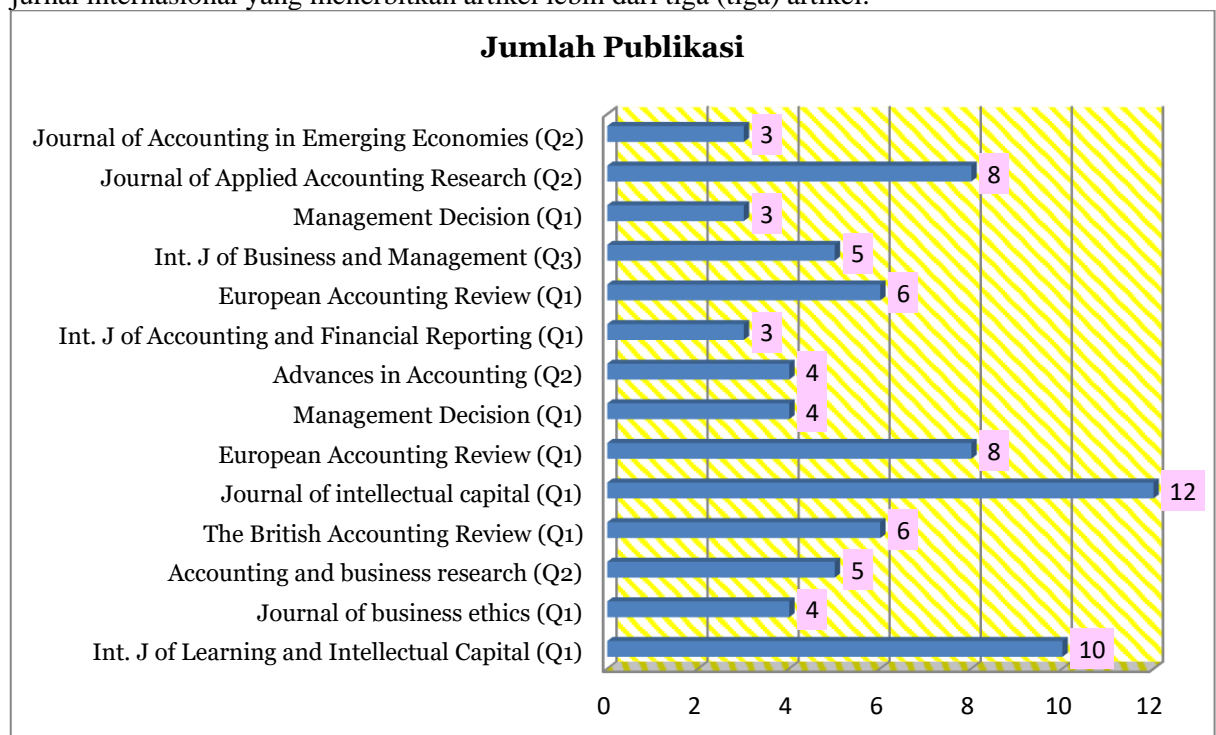
Gambar 1 Jumlah Publikasi Jurnal *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock*

Berdasarkan sumber publikasi, 81 artikel yang direview berasal dari jurnal internasional yang diterbitkan oleh berbagai penerbit terkemuka seperti Emerald, SAGE, Wiley, dan lain-lain. Sebanyak 81 jurnal yang terdaftar merupakan jurnal top tier, yang diklasifikasikan dalam ranking Q1 hingga Q4 oleh Scimagojr. Secara lebih rinci, berikut ditampilkan distribusi jurnal internasional yang menerbitkan lebih dari tiga artikel tentang topik *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock*.



Gambar 2 Penerbit Jurnal Internasional dengan Topik *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock*

Berdasarkan gambar 2 dapat diketahui bahwa terdapat tiga puluh satu (31) artikel yang diterbitkan oleh Elsevier dan lima belas (15) artikel yang diterbitkan oleh Emerald Group Publishing Ltd. Kemudian penerbit lainnya yaitu Willey on Library, JSTOR, Springer, Taylor and Francis menerbitkan artikel yang lebih dari tiga (tiga) artikel. Secara lebih rinci, berikut disajikan jurnal internasional yang menerbitkan artikel lebih dari tiga (tiga) artikel.



Gambar 3 Daftar Jurnal yang memuat lebih dari 3 artikel

Berdasarkan gambar 3 dapat diketahui bahwa, ada delapan belas (12) artikel yang diterbitkan oleh Journal of Intellectual Capital (Q1), International Journal of Learning and Intellectual Capital

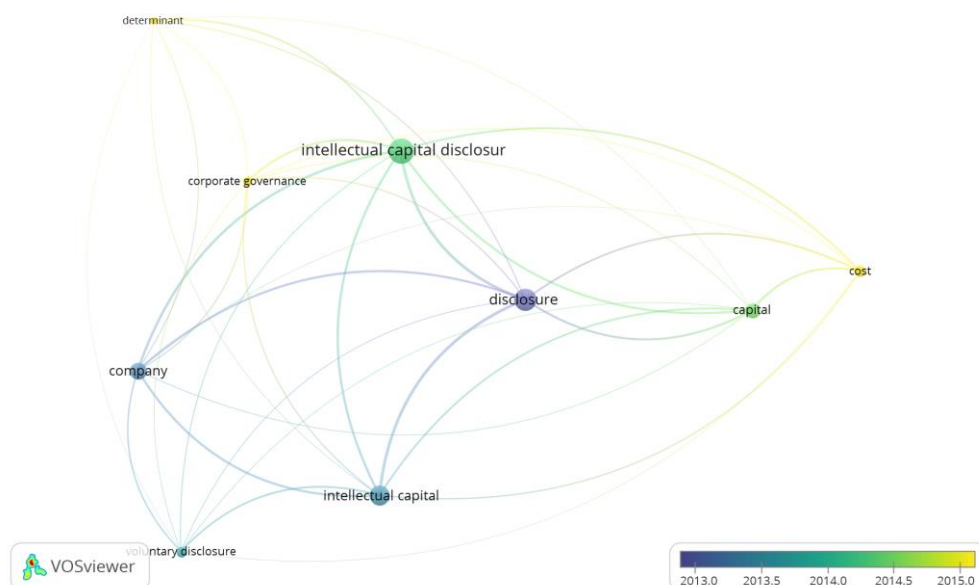
(Q1) ada 10 artikel, European Accounting Review (Q1) sebanyak 8 artikel dan The British Accounting Review (Q1) dengan jumlah sebanyak 6 artikel, diikuti oleh jurnal atau artikel yang lain yang memiliki penerbitan artikel lebih dari sama dengan tiga (3).

5. Menganalisis Data

Tahapan terakhir adalah menganalisis data dengan bantuan piranti lunak Mendeley. Piranti ini digunakan untuk mengelola informasi yang diperlukan dalam proses analisis, seperti abstrak, kata kunci, dan referensi. Data dari *Mendeley* kemudian dipindahkan ke dalam format RIS sehingga dapat diproses oleh piranti lunak VOSviewer. Proses ini dilakukan untuk mendapatkan kluster kata kunci (istilah) dan peta visualisasi yang menggambarkan aliran penelitian di bidang *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock*. Selain itu, rangkuman informasi yang dicatat di MsExcel juga dimanfaatkan untuk memperoleh informasi terkait variabel, teori/perspektif, negara, dan metodologi penelitian pada artikel yang dianalisis. Berikut disajikan hasil visualisasi berdasarkan kata kunci.

a) Informasi Variabel Penelitian Seluruh Artikel

Berikut disajikan gambar peta visualisasi berdasarkan kata kunci dari seluruh artikel:



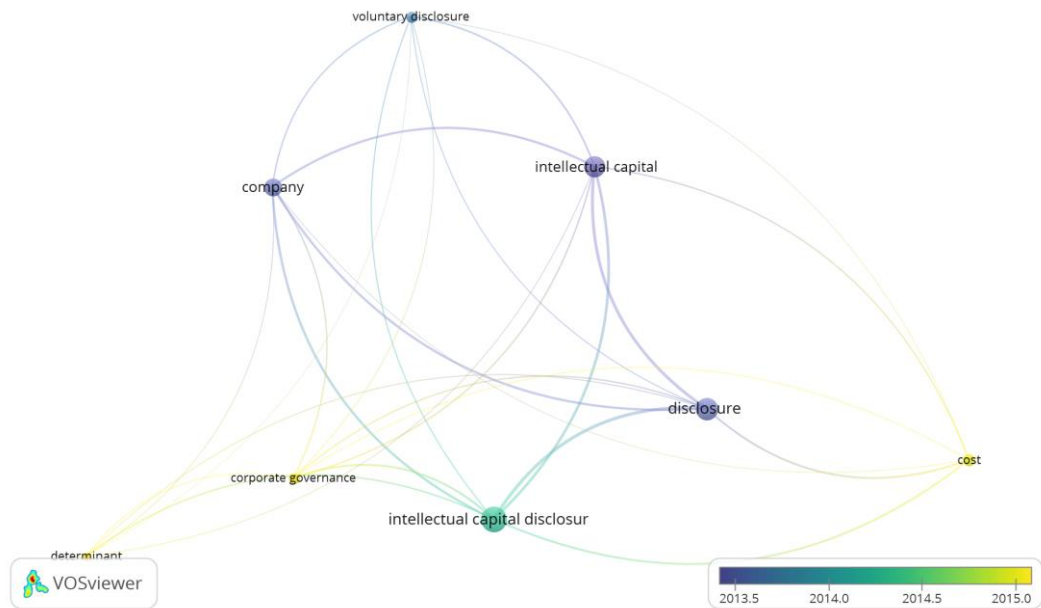
Gambar 4. Peta Visualisasi Berdasarkan Kata Kunci dari Seluruh Artikel

Catatan: Perbedaan Warna Menunjukkan Kluster dari Istilah Umum yang digunakan

Berdasarkan data yang dianalisis dari 113 artikel, dapat diketahui bahwa beberapa kata kunci yang relatif jarang digunakan dalam penelitian *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* seperti *determinant*, *cost*, *company* dan *capital*. Kemudian muncul yang memiliki frekuensi kemunculan yang jarang yaitu *voluntary disclosure*, *corporate governance* dan *disclosure*.

b) Informasi Variabel Penelitian dari Jurnal Terindeks Scopus (Q1 hingga Q4)

Berikut disajikan gambar peta visualisasi berdasarkan kata kunci dari Jurnal Terindeks Scopus (Q1 hingga Q4).



Gambar 5. Peta Visualisasi Berdasarkan Kata Kunci dari Jurnal Terindeks Scopus (Q1 sampai Q4)

Catatan: Perbedaan warna menunjukkan kluster dari istilah umum yang digunakan

Berikut tabel frekuensi kemunculan kata kunci dari jurnal terindeks scopus (Q1 hingga Q4).

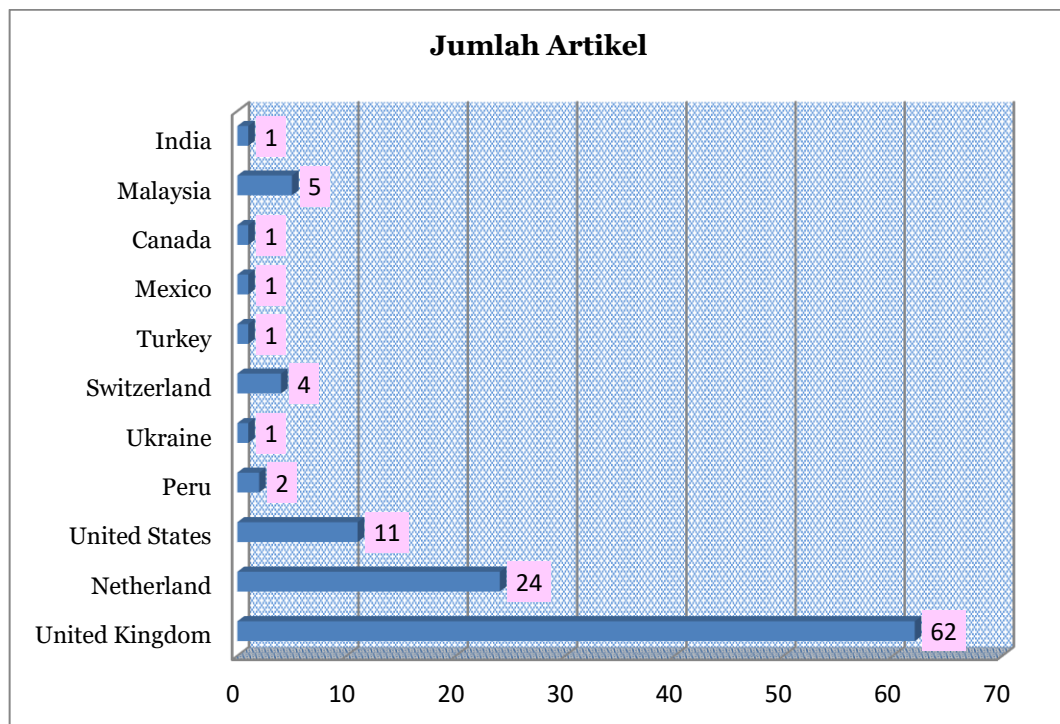
Tabel 3. Frekuensi Kemunculan Kata Kunci

No	Kata Kunci	Kemunculan
1	Disclosure	65
2	Intellectual Capital Disclosure	84
3	Cost	21
4	Intellectual Capital	57
5	Determinant	11
6	Voluntary Disclosure	17
7	Company	41
8	Corporate Governance	20

Berdasarkan data yang dianalisis dari 113 artikel, dapat diketahui bahwa beberapa kata kunci yang relatif jarang digunakan dalam penelitian *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* seperti *determinant*, *cost*, *company* dan *capital*. Kemudian muncul yang memiliki frekuensi kemunculan yang jarang yaitu *voluntary disclosure*, *corporate governance* dan *disclosure*.

c) Negara

Berikut grafik frekuensi negara tempat studi dilakukan:



Berdasarkan data yang dianalisis dari 113 artikel, dapat diketahui bahwa United Kingdom merupakan negara terbanyak dilakukan penelitian mengenai *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* yaitu sebanyak 62 artikel, kemudian sebanyak 51 artikel menggunakan cross country sebagai objek penelitiannya.

6. Temuan Diskusi

Bagian ini membahas tentang hasil kajian *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity stock* yang akan dipaparkan dalam dua sub-bagian. Kedua sub-bagian mencakup aspek-aspek yaitu a) teori atau perspektif dan b) metodologi penelitian.

a) Teori atau Perspektif yang Digunakan dalam Penelitian Kebijakan Dividen

Kajian ini menemukan bahwa teori atau perspektif yang digunakan dalam artikel-artikel yang membahas terkait *intellectual capital disclosure*, *market capitalization* dan *liquidity* adalah teori *agency theory*, *signalling theory*, dan *resource based theory*.

b) Agency Theory

Fenomena masalah keagenan yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham disebabkan oleh adanya perilaku manajer yang dimotivasi untuk memaksimalkan utilitasnya. Dalam menjalankan aktivitas perusahaan, manajer mengetahui dan memiliki kendali terhadap sumber daya yang dimiliki perusahaan. Sumber daya tersebut digunakan dalam operasi perusahaan untuk memperoleh pendapatan dan laba. Dalam konteks ini, manajer memiliki diskresi untuk menginformasikan apa saja dan seberapa besar sumber daya perusahaan yang dimiliki atau digunakan dalam operasi perusahaan. Hal ini terkait dengan target kinerja yang dibebankan oleh pemilik perusahaan kepada manajer.

Agency theory memisahkan antara pemilik perusahaan yang disebut *principal* dengan manajemen perusahaan yang disebut *agent*. *Agency relationship* terjadi ketika *principal* atau pemilik perusahaan merekrut dan mendelegasikan wewenang kepada *agent* atau manajer untuk mengelola perusahaannya. Prinsipal sebagai pemilik mendelegasikan proses pengambilan keputusan sehari-hari kepada manajer. Lebih lanjut, Jensen & Meckling mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak dimana satu orang atau lebih yang bertindak sebagai prinsipal (yaitu pemegang saham/*shareholder*) menunjuk orang lain sebagai agen (yaitu manajer) untuk melakukan

jasa bagi kepentingan prinsipal, termasuk mendelegasikan kekuasaan dalam pengambilan keputusannya kepada agen. Prinsipal memiliki keterbatasan dalam mengawasi aktivitas sehari-hari manajer dalam mengelola perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Dalam menjalankan aktivitas operasi perusahaan, manajer dapat memilih keputusan yang memaksimalkan utilitasnya dan bertentangan dengan harapan pemilik untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Berdasarkan pengertian tersebut menurut peneliti teori keagenan merupakan suatu teori yang menggambarkan hubungan antara pemilik perusahaan (*principals*) dengan pengelola (*agent*) dimana keduanya memiliki kepentingan yang berbeda namun dengan tujuan akhir yang sama yaitu mencapai kemakmuran para *shareholders* dan *stakeholders*. Kondisi ini dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*).

Kondisi tersebut menimbulkan adanya *information asymmetric* antara manajer dan pemegang saham yang pada akhirnya menyebabkan munculnya *agency problem*. Pemilik atau pemegang saham dapat membatasi tindakan manajer dengan melakukan pengendalian yang tepat untuk memastikan kepentingannya terpenuhi (Jensen & Meckling, 1976). Teori keagenan memberi perhatian terhadap pengaturan kontrak yang berisi berbagai kesepakatan dalam terminologi *agency* (Ross, 1973). Ketika kontrak bersifat tidak lengkap karena *bounded rationality* dan asimetri informasi, pemisahan kepemilikan dan kontrol dapat menyebabkan masalah ketika kepentingan *principal* dan *agent* berbeda, dan ketika sulit bagi *principal* untuk memantau perilaku *agent* (Eisenhardt, 1989). Hal ini dapat menyebabkan *principal-agent agency problem*.

Masalah keagenan dapat diminimalisir dengan cara pemilik perusahaan dapat melakukan mekanisme monitoring atau pengawasan (Jensen & Meckling, 1976). Salah satu mekanisme monitoring yang mungkin dilakukan adalah dengan penerapan *corporate governance* (CG). *Agency theory* memberikan kerangka untuk menghubungkan perilaku pengungkapan sukarela dengan tata kelola perusahaan, dimana mekanisme kontrol dirancang untuk mengurangi masalah keagenan yang timbul dari pemisahan antara pemilik dan manajer (Welker, 1995). Argumen ini dapat digunakan dalam konteks pengungkapan *intellectual capital*, dimana manajemen dapat menentukan tingkat pengungkapan sehingga dapat mengurangi ketidakpastian investor. Pengungkapan *intellectual capital* yang tinggi diharapkan memberikan pengawasan yang lebih intensif untuk sebuah perusahaan dalam rangka mengurangi perilaku oportunistik manajer dan asimetri informasi.

Informasi mengenai *intellectual capital* merupakan informasi penting bagi stakeholder dalam proses pengambilan keputusan (Li, et al., 2007). Perusahaan menggunakan pengungkapan informasi IC sebagai salah satu upaya untuk mengkomunikasikan sumber daya dan potensi kinerja perusahaan di masa depan kepada investor. Berbagai penelitian terdahulu telah menunjukkan bahwa IC berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Chen, et al., 2005; Tan, et al., 2007; Kamath, 2007). Banyak manajer perusahaan mulai mencoba mengungkapkan IC perusahaannya di dalam laporan tahunan untuk mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan transparansi antara manajemen dengan berbagai *stakeholder* perusahaan (Guthrie & Petty, 2000; Vergauwen, et al., 2007). Dalam konteks *agency theory*, tingkat pengungkapan informasi yang semakin tinggi akan mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor dan akan menurunkan biaya modal perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu manajer akan melakukan pengungkapan *intellectual capital* dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan melalui penyediaan informasi yang lebih komprehensif bagi investor sehingga dapat mengurangi volatilitas harga saham (Li, et al., 2007).

c) **Signalling Theory**

Konsep signaling pertama kali dipelajari dalam konteks pasar kerja dan produk oleh Akerlof dan Arrow dan dikembangkan menjadi teori signaling ekuilibrium oleh Spence. Teori ini mengatakan bahwa perusahaan yang baik dapat membedakan diri dari perusahaan yang buruk dengan mengirimkan sinyal yang kredibel dan berkualitas ke pasar modal (Spence, 1973). Sinyal akan kredibel hanya jika perusahaan yang buruk tidak dapat meniru perusahaan yang baik dengan mengirimkan sinyal yang sama. Jika biaya untuk mengirim sinyal bagi perusahaan yang buruk lebih tinggi dibandingkan dengan jenis perusahaan yang baik, jenis perusahaan yang buruk tidak

akan meniru karena hal tersebut tidak berguna, sehingga sinyal bisa dipercaya. Berdasarkan informasi asimetris antara manajemen dan investor, sinyal dari perusahaan sangat penting untuk mendapatkan sumber daya keuangan (Zhou & Elder, 2004).

Setiap perusahaan memiliki perbedaan kualitas dalam berbagai hal, misalnya kualitas sumber daya, strategi bisnis, informasi, dan juga kualitas pelaporan keuangan. Untuk mengkomunikasikan adanya perbedaan tersebut, perusahaan harus memberikan sinyal kepada investor. Berdasarkan *signalling theory*, manajer memiliki pilihan untuk mengkomunikasikan kualitas perusahaan dengan berbagai cara. *Signalling theory* mengklasifikasikan sinyal menjadi dua kelompok besar yaitu sinyal secara langsung dan sinyal secara tidak langsung (Scott, 2009). Sinyal secara langsung tercermin dalam pengungkapan dalam laporan keuangan perusahaan. Sedangkan sinyal secara tidak langsung diantaranya terkait dengan jumlah ekuitas yang dipertahankan, kualitas audit, struktur modal, kebijakan dividen, pemilihan kebijakan akuntansi, dan publikasi peramalan perusahaan.

d) Resource Based Theory

Resource based theory menyatakan bahwa sumber daya perusahaan adalah faktor utama dibalik kemampuan bersaing dan kinerja perusahaan. Pada dasarnya, *resource based theory* berlaku untuk sumber daya perusahaan secara keseluruhan, namun Sonier memisahkan antara sumber daya dan kapabilitas perusahaan. Sumber daya merujuk kepada *tangible resource*, *intangible resource*, dan *personal-based resource* (Kieso, et al., 2007). Sementara kapabilitas perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam menjalankan proses bisnis. Itani dalam Barney dan Clark menyatakan bahwa *intangible resource* adalah sumber daya berbasis informasi seperti teknologi, kepercayaan pelanggan, *brand image*, jaringan distribusi, budaya perusahaan, dan keterampilan manajemen (Barney & Clark, 2007).

Barney & Clark mengklasifikasikan informasi ke dalam tiga kategori, yaitu informasi lingkungan (*production skills and customer information*), informasi perusahaan (*corporate reputation, brand image, corporate image, and marketing know-how*), dan informasi internal (*corporate culture, morale of workers, and management capability*) (Barney & Clark, 2007).

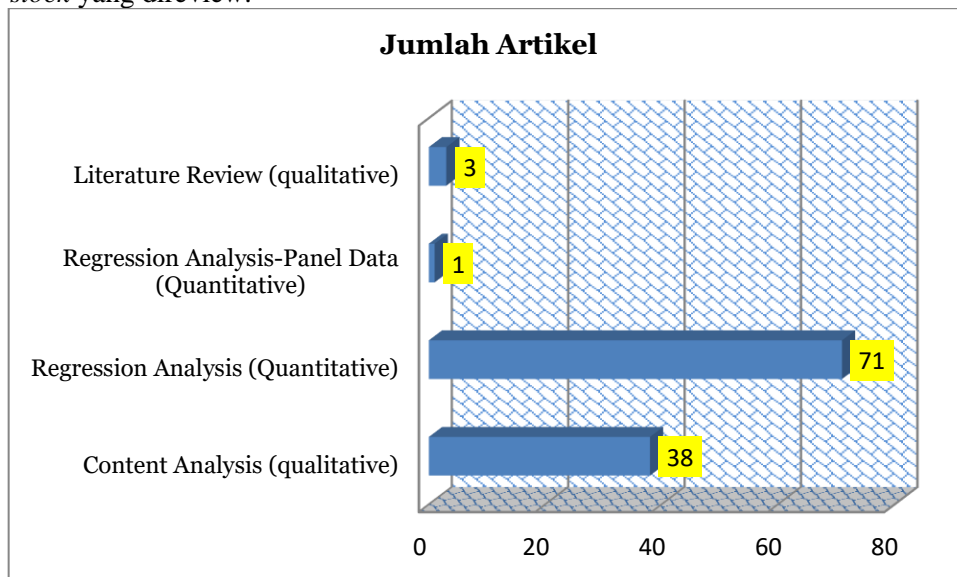
Lebih lanjut Barney & Clark menjelaskan bahwa aset fisik (berwujud) perusahaan adalah sumber daya yang diperlukan perusahaan untuk beroperasi, namun aset tidak berwujud adalah sumber daya yang diperlukan agar perusahaan memiliki keunggulan bersaing. Sumber daya perusahaan yang unik dan tidak mudah ditiru oleh pesaing akan membuat perusahaan memiliki keunggulan bersaing (Barney & Clark, 2007). Aset tidak berwujud adalah sumber daya utama dari kemampuan perusahaan dalam bersaing dan beradaptasi karena sumber daya tersebut sulit dan membutuhkan waktu lama untuk diakumulasi dan dapat digunakan dengan berbagai cara secara simultan.

Sonier menyatakan bahwa *knowledge-based assets* dan *intangible assets* merupakan sumber daya yang mampu menciptakan keunggulan bersaing bagi perusahaan (Kieso, et al., 2007). Sonier lebih lanjut menyatakan dalam perspektif *resource-based view* (RBV), *human capital* didefinisikan sebagai *knowledge, skill, expertise, problem solving capacity, education, training, judgment, experience, abilities, dan loyalty of the employees of the firm*. *Human capital* termasuk di dalamnya adalah *innovation capacity, creativity, know-how, teamwork capacity, employee flexibility, tolerance for ambiguity, motivation, satisfaction, dan learning capacity of the employees*. *Structural capital* didefinisikan sebagai *structure, processes, procedures, routines, systems, dan culture of the firm*, termasuk *databases, management tools, information technology systems, strategies, structural design, coordination mechanisms, policies and procedures, organizational learning capacity, dan networking systems*. *Customer capital* adalah semua sumberdaya yang terkait dengan hubungan perusahaan dengan pihak eksternal (*customers dan clients*), termasuk di dalamnya *firm image, reputation, customer loyalty, customer satisfaction, dan goodwill* (Kieso, et al., 2007).

Sejalan dengan pandangan *Resource based theory* bahwa perusahaan memiliki sumber daya *intangible* yang dapat digunakan untuk memperoleh keunggulan bersaing, penelitian ini akan menguji apakah sumber daya *intellectual capital* (yang termasuk ke dalam sumber daya *intangible*) yang dimiliki perusahaan berpengaruh terhadap biaya modal perusahaan.

e) *Intellectual Capital Disclosure, Market Capitalization dan Liquidity Stock*

Sub bagian ini membahas berbagai metodologi penelitian yang mencakup pendekatan atau metode penelitian dan konteks penelitian yang digunakan pada *intellectual capital disclosure, market capitalization* dan *liquidity stock*. Gambar 7 menampilkan beragam metodologi penelitian yang digunakan pada artikel-artikel *intellectual capital disclosure, market capitalization* dan *liquidity stock* yang direview.



Gambar 7. *Intellectual Capital Disclosure, Market Capitalization dan Liquidity Stock*

Berdasarkan gambar 7 dapat diketahui bahwa mayoritas kajian *intellectual capital disclosure, market capitalization* dan *liquidity stock* lebih banyak menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis regresi linier berganda (71 artikel) dibandingkan pendekatan kualitatif melalui content analisis (38 artikel) dan literature review (3 artikel).

4. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Review literatur dengan mendasarkan pada 113 artikel berhasil mengidentifikasi variabel, negara, teori atau perspektif, dan metodologi penelitian dalam konteks penelitian tentang *intellectual capital disclosure, market capitalization* dan *liquidity stock* dilakukan selama ini. Kajian ini menemukan bahwa mayoritas studi *intellectual capital disclosure, market capitalization* dan *liquidity stock* justru masih banyak dilakukan di negara-negara maju yaitu di United Kingdom sebagai obyek utama penelitian. Negara di United Kingdom tidaklah diragukan lagi karena memiliki posisi kuat dalam keuangan dan mempraktikkan *intellectual capital disclosure* sehingga memiliki *market capitalization* dan *liquidity stock* yang baik. Temuan ini mengundang ide-ide riset yang akan datang, yaitu mengkaji dengan lebih mendalam konteks perusahaan-perusahaan di negara berkembang seperti di Indonesia. Di sisi lain, penelitian tentang *intellectual capital disclosure, market capitalization* dan *liquidity stock* dengan mengangkat perusahaan-perusahaan khususnya di Asia atau negara-negara berkembang lainnya masih memiliki celah penelitian yang besar.

Celah penelitian yang lain adalah didasari oleh metode penelitian dimana mayoritas penelitian yang terjaring oleh metode bibliometrix ini adalah menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis regresi linier berganda, dan belum ditemukan penelitian dengan topik yang sama menggunakan teknik analisis *Structural Equation Modelling*. Selain itu juga dari sisi

kontruksi teori, mayoritas penelitian secara parsial menggunakan kombinasi teori agency, teori sinyal dan *resource based theory* meskipun akan lebih kuat jika dielaborasi dengan *legitimasi theory*

DAFTAR PUSTAKA

- Abeysekera, I. & Guthrie, J., 2004. How is intellectual capital being reported in a developing nation?. *Research in Accounting in Emerging Economies*, 2(1), pp. 149-169.
- Abidin, Y., 2015. *Memacu Investor Lokal Berinvestasi di Pasar Modal*. [Online] Available at: <https://investasi.kontan.co.id/news/analisis-masuk-ke-indeks-likuid-akan-jadi-sentimen-positif-jangka-pendek-saham>
- Alfrah, M. M., 2018. The Role of Corporate Governance in Intellectual Capital Disclosure. *Humanomics*, 1(1), pp. 1-26.
- Barney, J. & Clark, D. N., 2007. *Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage*. New York: Oxford University Press.
- BEI, 2017. *Kapitalisasi Pasar Sebagai Acuan Investasi*. [Online] Available at: <https://economy.okezone.com/read/2017/10/27/278/1803524/kapitalisasi-pasar-sebagai-acuan-investasi>
- Bontis, K. & Richardson, 2000. Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), pp. 85-100.
- Canibano, L., 2000. The Impact of the Spanish Financial Act on audit quality. *Revista Española De Financiación Y Contabilidad*, 151(156), pp. 521-546.
- Cheng, E. C. M. & Courtenay, S. M., 2006. Board composition, regulatory regime and voluntary. *The International Journal of Accounting*, 41(3), pp. 262-289.
- Chen, M. C., Cheng, S. J. & Hwang, Y., 2005. An Empirical Investigation of the Relationship Between Intellectual Capital and firms' Market Value and Financial Performances. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), pp. 159-176.
- Eisenhardt, M. K., 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), pp. 57-74.
- Fahimnia, B., Sarkis, J. & Davarzani, H., 2017. Green Supply Chain Management: A Review and Bibliometric Analysis. *International Journal of Production Economics*, 16(2), pp. 1-40.
- Forddanta, D., 2016. *Likuiditas BEI masih timpang*. [Online] Available at: <https://investasi.kontan.co.id/news/likuiditas-transaksi-bei-masih-timpang>
- Guthrie, J. & Petty, R., 2000. Intellectual Capital: Australian Annual Reporting Practices. *Journal of Intellectual Capital*, 1(3), pp. 241-251.
- Heersmink, R., Van den Hooven, J., Van Eck, N. J. & Van Berg, J. D., 2011. Bibliometric Mapping of Computer and Information Ethics. *Ethics and Information Technology*, 13(3), pp. 241-249.
- Indarti, M. G. K. & Extaliyus, L., 2013. Pengaruh Corporate Governance Perception Index (CGPI), Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, 20(2), pp. 171-183.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 7(3), pp. 305-360.
- Kamath, G. B., 2007. The Intellectual Capital Performance of Indian Banking Sector. *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), pp. 96-123.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J. & Warfield, T. D., 2007. *Intermediate Accounting 12th ed*. New York: Wiley.
- Kufepaksi, M. & Gunawan, 2018. The Role of Intellectual Capital in Overcoming the Slowing Economic Growth in Indonesia. *International Journal of Economics and Finance*, 10(10), pp. 97-104.

- Li, J., Pike, R. & Mangena, M., 2012. The effect of audit committee characteristics on intellectual capital disclosure. *The British Accounting Review*, 44(2), pp. 98-110.
- Li, J., Richard, P. & Roszaini, H., 2007. Intellectual Capital Disclosure in Knowledge Rich Firms: The Impact of Market and Corporate Governance Factors. *Working paper series*, pp. 1-6.
- Mahmud, H. Z., 2015. *Likuiditas*. [Online] Available at: <https://investor.id/archive/likuiditas-pasar>
- Oktari, I. G. A. P., Handajani, L. & Widiastuti, E., 2016. Determinan Modal Intelektual (Intellectual Capital) pada Perusahaan Publik di Indonesia dan Implikasinya terhadap Nilai Perusahaan. *Symposium Nasional Akuntansi XIX, Lampung*, 10(9), pp. 1-29.
- Patra, S. K. & Chand, P., 2006. Library and Information Science Research in India: a Bibliometric Study. *Annals of Library and Information Studies*, 5(3), pp. 219-233.
- Romero, F. T., Araujo, J. F. F. E. & Emmendoerfer, M. L., 2017. Corporate Governance Mechanisms. *Review Business of Management*, 19(65), pp. 394-414.
- Ross, S. A., 1973. The Economic Theory Of Agency. The Principal\ S Problem. *The American Economic Review*, 63(2), pp. 134-139.
- Rylander, A., Jacobsen, K. & Roos, G., 2000. Towards Improved Information Disclosure on intellectual capital. *International Journal of Technology Management*, 20(8), pp. 1-17.
- Scott, W. R., 2009. *Financial Accounting Theory*. Canada: Prentice Hall.
- Setyaningsih, I. & Indarti, N., 2018. Bibliometric analysis of the term green manufacturing. *International Journal Management Concepts and Philosophy*, 11(3), pp. 299-315.
- Shahveisi, F., Khairollahi, F. & Alipour, M., 2016. Does Ownership Structure Matter for Corporate Intellectual Capital Performance? An Empirical Test in The Iranian Context. *Eurasian Bussiness Review - Springer*, 1(1), pp. 1-25.
- Spence, M., 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355-374.
- Tan, H. P., Plowman, D. & Hancock, P., 2007. Intellectual Capital and Financial Returns of Companies. *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), pp. 76-95.
- Urbanek, G., 2016. The Links Between the Intellectual Capital Efficiency Ratio (ICER) and the Performance of Polish Listed Companies From the Food Industry Sector. *The Ellectronic Journal of Knowledge Management*, 14(4), pp. 220-230.
- Van Raan, A., 2003. The Use of Bibliometric Analysis in Research Performance Assessment and Monitoring of Interdisciplinary Scientific Developments. *TATuP - Zeitschrift Für Technikfolgenabschätzung in Theorie Und Praxis*, 12(1), pp. 20-29.
- Vergauwen, P., Bollen, L. & Oirbans, E., 2007. Intellectual Capital Disclosure and Intangible Value Drivers: an empirical study. *Management Decision*, 5(2), pp. 1163-1180.
- Wallace, R. S., Mora, A. & Naser, K., 1994. The Relationship Between The Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in The Corporate Annual Reports And Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*, 25(97), pp. 41-53.
- Walter, P., 2016. *Investasi Sebagai Penggerak Roda Perekonomian Indonesia: Apa dan Bagaimana?*. [Online] Available at: <https://koinworks.com/blog/investasi-sebagai-penggerak-roda-perekonomian-indonesia/>
- Welker, M., 1995. Disclosure policy, informations asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 3(2), pp. 1-15.
- Zhou, J. & Elder, R., 2004. Audit Quality and Earning Management by Seasoned Equality Offering Firm. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 11(2), pp. 95-120.
- Zulawska, J. Z., 2016. Measurement of Human Capital and Market Value of Listed Companies. *Journal of Positive Management*, 1(1), pp. 81-95.