

**INVESTASI MODAL MANUSIA DAN NILAI PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA*****HUMAN CAPITAL INVESTMENT AND THE VALUE OF PUBLIC COMPANIES IN INDONESIA***

Mustaruddin Saleh

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tanjungpura, Pontianak, Indonesia  
mustaruddin@ekonomi.untan.ac.id**Abstrak**

Kepedulian perusahaan terhadap pentingnya investasi sumberdaya manusia merupakan landasan bagi perusahaan untuk lebih unggul dan kompetitif. Salah faktor penting yang dipertimbangkan oleh para investor dalam menginvestasikan modalnya untuk membeli saham perusahaan adalah kompetensi sumberdaya manusia dalam perusahaan tersebut. Berinvestasi dalam sumber daya manusia adalah bagian dari strategi perusahaan, yang membekali karyawan dengan keterampilan teoretis dan praktis melalui pelatihan dengan potensi produk akhir peningkatan kinerja. Manfaat jangka panjang dari investasi sumber daya manusia melebihi biaya jangka pendek; manfaat tersebut termasuk peningkatan atribut keberlanjutan dan nilai keuangan. Tujuan dari tulisan ini adalah untuk menunjukkan secara empiris bagaimana pengaruh investasi modal manusia terhadap nilai perusahaan publik di Indonesia. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* terpilih sebanyak 28 perusahaan publik yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan jumlah observasi 196 selama periode 2014 sampai dengan 2020. Hasil uji simultan pada kedua model yang digunakan dalam penelitian dengan menggunakan uji statistik *F*, menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan pada kedua model mampu menjelaskan nilai perusahaan. Kemampuan dalam menjelaskan dari variabel-variabel yang digunakan dalam kedua model regresi data panel dengan menggunakan uji Adjusted  $R^2$  adalah masing-masing sebesar 70.73 persen pada model 1 dan 70,72 persen pada model 1, sedangkan sisanya dijelaskan dari variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini. Hasil uji parsial dengan menggunakan uji statistis *t*, bahwa variabel BPAU yang digunakan untuk mengukur persentase biaya pengembangan karyawan terhadap biaya administrasi dan umum berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada kedua model. Pengujian *partial least squares* (PLS) mengungkapkan bahwa (BPAU) dapat memoderasi variabel profitabilitas, ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* yang digunakan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel PBV. Hasil pengujian statistik di atas memberikan informasi yang berharga bagi semua pihak, bahwa dengan pengeluaran dana pengembangan karyawan yang berdampak negatif terhadap nilai perusahaan, mengidentifikasi bahwa kepedulian para pihak terhadap pengembangan karyawan sebagai asset penting bagi perusahaan belum sepenuhnya mendapatkan apresiasi.

Kata Kunci: Investasi SDM, Nilai perusahaan, Data panel, *Fixed Effect Model*, dan Harga saham**Abstract**

*The company's concern for the importance of investing in human resources is the foundation for the company to be superior and competitive. One of the important factors considered by investors in their capital to buy company's stocks is the competence of human resources in the company. Investing in human resources is part of the company's strategy, which equips employees with theoretical and practical skills through training with the potential for improved performance end products. The long-term benefits of investing in human capital outweigh the short-term costs; These benefits include an increase in financial performance and value. The purpose of this paper is to show empirically how the influence of human capital investment on the value of public companies in Indonesia. By using the purposive sampling method, 28 public companies listed on the LQ45 index of the Indonesia Stock Exchange (IDX) with a total of 196 observations made during the period 2014 to 2020. The results of the simultaneous test on the both models used in the study using the *F* statistical test, show that the independent variable used in the models are able to explain firm value. The ability to explain the variables used in the two panel data models using the Adjusted  $R^2$  test is 70.73 percent in model 1 and 70.72 percent in model 1, respectively, while the rest is explained from other variables not used in the study. *t*The results of the partial test using statistical test variables, that BPAU*



which is used to measure the percentage of employee development costs on administrative and general costs has a significant negative effect on firm value in the both models. The partial least squares (PLS) test reveals that (BPAU) can moderate the variables of profitability, firm size and the level of leverage on firm value. The test results above provide valuable information for all parties, that by developing employee development funds that have a negative impact on company value, it identifies that the parties' concern for employee development as an important asset for the company has not been fully appreciated.

*Keywords: HR investment; firm value; panel data; Fixed Effect Model; and stock price*

## PENDAHULUAN

Peningkatan kualitas sumberdaya manusia perusahaan dalam upaya untuk mempertahankan dan meningkat daya saing perusahaan yang semakin kompetitif saat ini. Investasi yang tepat pada sumberdaya manusia dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata para pemangku kepentingan. Oleh karena itu penting bagi manajer untuk dapat mempertimbangkan faktor-faktor yang diperhitungkan oleh investor ketika penentuan investasi saham perusahaan. Salah satu faktor penting dalam upaya meningkat nilai perusahaan adalah kompetensi sumberdaya manusia dalam perusahaan. Para manajer mengakui bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan sebenarnya berasal dari *human capital*, dan mereka haruslah memandang bahwa perusahaannya sebagai sebuah unit yang berisi pengetahuan dan ketrampilan yang unik dari para karyawannya (Endri, 2010). Kemauan dan kemampuan untuk melakukan investasi spesifik perusahaan adalah suatu bentuk umum investasi modal sumberdaya manusia yang menghubungkan tujuan spesifik perusahaan dengan modal manusia tersebut (Morris., Alvarez., Barney., dan Molloy (2016).

Investasi sumberdaya manusia terdiri dari berbagai bentuk, terutama diarahkan pada peningkatan kualitas sumberdaya manusia yang berbasis penguasaan pengetahuan, ketrampilan dan teknologi informasi. Kepedulian perusahaan terhadap pentingnya investasi sumberdaya manusia merupakan landasan bagi perusahaan untuk lebih unggul dan kompetitif. Keunggulan perusahaan tersebut dengan sendirinya akan memberikan *value added* bagi perusahaan (Simarmata dan Subowo, 2016). Bentuk yang populer diterapkan perusahaan dalam investasi sumberdaya manusia adalah *intellectual capital*. *Intellectual capital* terus berkembang di Indonesia ditandai dengan banyaknya perusahaan-perusahaan di Indonesia menggunakan strategi berbasis pengetahuan (Simarmata dan Sobowo, 2016). Sumber daya manusia (SDM) yang



berkualitas adalah juga salah satu faktor kunci keberhasilan suatu perusahaan (Linggardjaya dan Isnalita, 2020). Perusahaan di era millenium tidak terkonsentrasi pada puncak piramida manajemen lagi. Sumber daya manusia adalah pusat dari manajemen perusahaan, karena prinsip manajemen perusahaan adalah tidak mungkin untuk mencapai tujuan perusahaan tanpa kontribusi yang integral dari sumber daya manusia (Oyewunmi, Osibanjo, Falola, Olusola, & Olujobi, 2017).

Fitz-Enz (2000) mendeskripsikan *human capital* sebagai kombinasi dari tiga faktor, yaitu: 1) karakter atau sifat yang dibawa ke pekerjaan, misalnya intelegensi, energi, sikap positif, keandalan, dan komitmen, 2) kemampuan seseorang untuk belajar, yaitu kecerdasan, imajinasi, kreatifitas dan bakat dan 3) motivasi untuk berbagi informasi dan pengetahuan, yaitu semangat tim dan orientasi tujuan. Davemport (1999) mendeskripsikan human capital terdiri atas empat hal: kemampuan, perilaku, usaha, dan waktu, yang semua ini dimiliki dan dikendalikan sendiri oleh karyawan. Chen dan Lin (2003) menyatakan bahwa pengeluaran perusahaan yang berhubungan dengan sumber daya manusia harus dipandang sebagai investasi dalam human capital. Misalnya program training yang bertujuan untuk menambah value karyawan di masa depan harus dianggap sebagai investasi. Schermerhon (2005) menambahkan bahwa struktur *human capital* adalah sumber daya manusia dijadikan sebagai nilai ekonomi bagi perusahaan, karena struktur *human capital* yang memenuhi syarat akan meningkatkan nilai ekonomi dengan kemampuan, ilmu pengetahuan, ide-ide kreatif dan inovatif yang dimiliki. Sedangkan (Gaol, 2014) menegaskan bahwa struktur *human capital* merupakan suatu *asset* perusahaan yang mengandalkan pengetahuan (*knowledge*), keahlian (*expertise*), kemampuan (*ability*) dan keterampilan (*skill*) yang dimiliki oleh karyawan. Apabila di dalam suatu perusahaan seorang karyawan dijadikan sebagai modal keuntungan maka perusahaan tersebut akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pada sebuah perusahaan hanya menganggap seorang karyawan sebagai *human resource*.

Struktur *human capital* adalah sebagai salah satu komponen utama dari *intellectual capital* (*intangible asset*) yang dimiliki oleh perusahaan (Ricardianto, 2014). Modal intelektual (*intellectual capital*) merupakan pendekatan yang digunakan untuk menilai dan mengukur *knowledge assets* (aset pengetahuan). Modal intelektual tidak hanya digunakan oleh satu bidang, namun telah menjadi pusat perhatian di berbagai bidang, antara lain : bidang teknologi informasi,



sosiologi, manajemen serta akuntansi (Petty & Guthrie, 2007). Modal intelektual merupakan salah satu *asset* perusahaan yang tak berwujud yang memiliki dampak besar bagi perusahaan. Sehingga tingginya tingkat struktur *human capital* yang dimiliki perusahaan maka akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Struktur *human capital* berhasil meningkatkan nilai tambah terhadap kinerja perusahaan. Artinya struktur *human capital* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Mayo, 2000), sedangkan Putra *et al.*, (2017) menyatakan bahwa struktur *human capital* berpengaruh negatif terhadap *profitabilitas*. *Profitabilitas* biasanya digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan. Artinya semakin besar tingkat struktur *human capital* maka *profitabilitas* yang diperoleh perusahaan akan semakin menurun. Ini dikarenakan biaya-biaya yang telah dikeluarkan oleh perusahaan seperti biaya gaji, tunjangan, kompensasi dan bonus yang merupakan indikator dari struktur *human capital* yang dapat digolongkan sebagai beban-beban yang akan mengurangi laba perusahaan. Sehingga *profitabilitas* perusahaan menurun. Penurunan *profitabilitas* ini akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan dapat diukur diantara dengan memperhatikan perkembangan *Earning per Share* (EPS). Wiguna dan Anastasia (2008) menemukan bahwa investor dalam mengambil keputusan banyak memperhatikan pertumbuhan EPS. EPS merupakan salah satu rasio analisis fundamental yang dapat memberikan informasi kepada investor mengenai perkembangan dari perusahaan. Menurut Tandeilin (2010) informasi EPS suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan bagi semua pemegang saham perusahaan. Dengan mengetahui rasio EPS investor dapat memprediksi keuntungan dari lembar saham yang dimiliki. Selain EPS, *Book Value per Share* (BVPS) juga menjadi tolak ukur sebelum melakukan investasi. Investor bersedia membayar harga saham lebih tinggi apabila ada jaminan keamanan (*Safety Capital*) atau nilai klaim atas aset bersih perusahaan yang semakin tinggi. Variabel BVPS merupakan perbandingan nilai buku modal sendiri dengan jumlah saham yang beredar. Semakin tinggi nilai buku maka harapan terhadap nilai pasar saham juga akan meningkat.

Menurut Weatherly (2003), Nilai perusahaan didasarkan atas tiga kelompok utama aset, yaitu: 1). Financial asset, misalnya kas surat-surat berharga yang sering disebut juga dengan financial capital; 2). Physical asset, terdiri atas peralatan, gedung, tanah, disebut juga dengan tangible asset; dan 3). Intangible asset, misalnya organizational capital, seperti aliansi bisnis, customer



capital, merek, reputasi kualitas dan pelayanan; dan intellectual capital (paten, desain produk, dan teknologi), goodwill, dan human capital.

Modal manusia adalah campuran kompetensi yang tersirat dalam pengetahuan, keterampilan, dan atribut kepribadian yang dibutuhkan untuk menciptakan nilai ekonomi (Bendig et al., 2017). Berinvestasi dalam sumber daya manusia adalah bagian dari strategi perusahaan, yang membekali karyawan dengan keterampilan teoretis dan praktis melalui pelatihan dengan potensi produk akhir peningkatan kinerja (Kwon et al., 2013). Beberapa perusahaan masih ragu-ragu dan/atau apatis untuk berinvestasi pada sumber daya manusia dengan anggapan bahwa hal tersebut memakan keuntungan perusahaan. Namun, manfaat jangka panjang dari investasi sumber daya manusia melebihi biaya jangka pendek; manfaat tersebut termasuk peningkatan atribut keberlanjutan dan nilai keuangan. Oleh karena itu, tujuan dari tulisan ini adalah untuk menunjukkan secara empiris apakah terdapat pengaruh antara investasi modal manusia dengan nilai perusahaan publik di Indonesia.

Investasi sumber daya manusia dapat didefinisikan sebagai penggunaan praktik SDM tertentu yang menunjukkan komitmen organisasi untuk karyawan (Roca-Puig., et al 2018). Modal manusia terbentuk ketika individu atau perusahaan memutuskan untuk menginvestasikan sumber dayanya ke dalam pengembangan karyawan yang bekerja di bisnis (Blundell., et al 1999). Mirip dengan keputusan investasi lainnya, investasi sumber daya bertujuan untuk mendapatkan pengembalian yang lebih tinggi (keuntungan), selama individu atau perusahaan tersebut rasional (Liao, Mo, & Grant, 2019).

### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan merupakan persepsi dari investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Sartono (2010) menyebutkan bahwa tujuan dari memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh dengan cara memaksimalkan nilai sekarang atau *present value* dari semua keuntungan para pemegang saham yang diharapkan akan dicapai di masa yang akan datang dan harga saham juga merupakan pencerminan dari nilai perusahaan. Sedangkan menurut Keown., et al (2007) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Harga yang akan bersedia dibayar oleh calon pembeli diartikan sebagai harga pasar atas perusahaan itu sendiri. Nilai perusahaan dapat dicapai dengan maksimum jika para pemegang saham tersebut menyerahkan



urusan pengelolaan perusahaan kepada orang-orang yang berkompeten dalam bidangnya, seperti manajer maupun komisaris.

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan akan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki oleh perusahaan seperti surat berharga (Husnan, 2000). Menurut *Bringham Gapensi* (1996) mengungkapkan bahwa nilai perusahaan sangatlah penting karena nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti dengan tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi akan menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi.

Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran bagi pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan. Pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat, semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi kemakmuran pemegang saham untuk mencapai nilai perusahaan, umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional, yang diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris.

Fama (1978), menyatakan bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari harga saham itu sendiri. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi itulah yang disebut dengan nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai *asset* perusahaan sesungguhnya. Nurainun dan Sinta (2007) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai yang mencerminkan berapa harga yang mampu dibayar oleh investor untuk suatu perusahaan yang biasanya diukur dengan *price to book value ratio*.

Dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai yang berkaitan dengan harga saham pada perusahaan yang mencerminkan kemakmuran pada suatu perusahaan. Apabila nilai saham pada perusahaan tinggi, maka kemakmuran pada pemegang saham juga tinggi. Ini berarti menandakan keadilan dalam pembagian keuntungan perusahaan. Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Nilai perusahaan juga dapat menunjukkan nilai aset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga yang dikeluarkan



oleh perusahaan. Nilai perusahaan *go public* selain menunjukkan seluruh aktiva, juga tercermin dari pasar atau harga sahamnya, sehingga semakin tinggi harga saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan.

Menurut Totanan (2004) sebuah perusahaan akan menghasilkan kinerja yang berbeda jika dikelola oleh orang yang berbeda, artinya SDM yang berbeda dalam mengelola aset perusahaan yang sama akan menghasilkan nilai tambah yang berbeda. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *tangible aset* yang dimiliki perusahaan bersifat pasif tanpa sumber daya manusia yang dapat mengelola dan menciptakan nilai bagi suatu perusahaan. Beberapa penelitian terakhir telah membuktikan keterkaitan antara kinerja perusahaan dengan proses pengelolaan SDM di perusahaan.

Studi-studi empiris tahun 1980-an memberikan hasil yang mixed terhadap hubungan antara human capital dengan kinerja perusahaan. Nkomo (1986, 1987) menguji hubungan antara perencanaan SDM dengan kinerja bisnis, dan menemukan tidak ada korelasi diantaranya. Hasil ini juga didukung oleh studi yang didasarkan atas survei (Delaney, Lewin and Ichniowski 1988, 1989) yang menyimpulkan tidak ada hubungan antara praktek SDM dengan kinerja keuangan perusahaan. Sementara studi-studi empiris tahun 1990-an sekarang lebih banyak membuktikan Hubungan yang positif dan signifikan antara human capital dengan kinerja perusahaan. Studi Guest., *et al* (2003), melakukan penelitian terhadap hubungan antara human capital dan kinerja perusahaan di 366 perusahaan di Inggris. Hasil penelitian menunjukkan penggunaan SDM yang lebih banyak dikaitkan dengan tingkat turnover tenaga kerja yang rendah mampu menghasilkan profit per tenaga kerja yang lebih tinggi tapi produktivitasnya rendah. Dengan melakukan estimasi terhadap kinerja, terdapat hubungan yang sangat kuat antara SDM dan kinerja produktivitas dan keuangan.

Li dan Wu (2004) juga membuktikan hubungan positif dan signifikan antara *intellectual capital* dengan kinerja perusahaan Martina., *et al* (2008) melakukan penelitian pada kantor akuntan publik untuk menguji apakah *individual capability* dan *the organizational climate* yang merupakan komponen dari *human capital* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan kantor akuntan publik baik secara individual (parsial) maupun secara simultan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertama, *individual capability* berpengaruh signifikan terhadap kinerja kantor akuntan publik. Kedua, *the organizational climate* berpengaruh signifikan terhadap



kinerja kantor akuntan publik. Ketiga, *individual capability* dan *the organizational climate* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kinerja kantor akuntan publik. Pengujian juga membuktikan bahwa *individual capability* adalah variabel yang mempunyai pengaruh paling besar terhadap kinerja kantor akuntan publik.

Pendekatan riset yang menfokuskan pada SDM secara individual dan kaitkan dengan kinerja perusahaan telah dirintis sejak awal tahun 1990-an. Bartel (1994) menguji hubungan antara program pelatihan yang diadopsi dan pertumbuhan produktivitas, sementara hubungan antara program pelatihan dan kinerja keuangan didukung oleh Gerhart dan Milkovich (1992). Weitzman dan Kruse (1990) mengidentifikasi hubungan antara skema kompensasi insentif dan produktivitas, dan Terpstra dan Rozell (1993) menguji proses rekrutmen, seleksi uji validasi dan penggunaan prosedur seleksi formal dan menemukan hubungan dengan *profit* perusahaan. Pada umumnya, penyeleksian dalam penyusunan staf mempunyai hubungan positif dengan kinerja perusahaan (Becker dan Huselid 1992, Schmidt, Hunter, McKenzie dan Muldrow 1979). Evaluasi kinerja dan keterkaitan dengan skema kompensasi telah diidentifikasi sebagai penyumbang kenaikan dalam profitabilitas perusahaan (Borman 1991).

Studi empiris yang terkait dengan hubungan *intellectual capital* dalam bentuk sumber daya pengetahuan (*knowledge*) dengan kinerja perusahaan antara lain dilakukan oleh: Nonaka dan Takeuchi (1995), dan Zahra dan George (2002). Nonaka dan Takeuchi (1995) menyatakan bahwa hanya perusahaan yang dapat memproduksi pengetahuan baru secara berkelanjutan saja yang mampu mencapai posisi lebih baik untuk memiliki *competitive advantage*. Zahra dan George (2002) mengutarakan model rekonseptualisasi yang menghubungkan antara sumber pengetahuan, *absorptive capacity* dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keunggulan bersaing.

Keunggulan kompetitif hanya akan bisa dicapai apabila sumber pengetahuan individu yang menjadi dasar kekuatan dikelola dan dipelihara. Sebagaimana dikemukakan juga oleh Morling dan Yakhlef (1999) bahwa yang akan menentukan kesuksesan perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk mengelola aset pengetahuan. Perusahaan tidak dapat menciptakan pengetahuan tanpa tindakan dan interaksi para karyawannya. Di sinilah pentingnya perilaku para karyawan melakukan *knowledge sharing*. Bollinger dan Smith (2001) berpendapat bahwa perilaku manusia merupakan kunci kesuksesan atau kegagalan sebuah strategi manajemen pengetahuan. Bagaimanapun pengetahuan terletak pada individu dan diciptakan oleh individu (Nonaka dan



Takeuchi, 1995). Pengetahuan akan memberi peran terhadap *absorptive capacity* apabila terjadi aktivitas saling bertukar pengetahuan di antara para karyawannya.

Hubungan antara pelatihan dan pengembangan SDM dengan kinerja perusahaan antara lain dilakukan oleh: Black dan Lynch, 1996; Garcia, 2005; dan Khatri, 2000. Pengetahuan dan skill karyawan melalui aktivitas pelatihan telah menjadi penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Preffer (1994) dan Upton (1995) menyatakan bahwa kesuksesan suatu perusahaan dalam menghadapi persaingan pasar ditentukan terutama oleh human capital, bukan physical capital dan makanya perusahaan dianjurkan untuk investasi dalam berbagai pelatihan untuk meningkatkan sumber daya pengetahuan, keahlian dan kemampuan karyawan yang lebih baik dibandingkan dengan pesaing. Oleh karena itu, pengeluaran perusahaan untuk aktivitas pelatihan dan pengembangan SDM sangat penting dilakukan untuk mempertahankan dan meningkatkan keahlian dan pengetahuan pekerja agar mampu menciptakan keunggulan bersaing yang berkelanjutan (Barney, 1991) dan memperbaiki kinerja perusahaan (Kozlowski., *et al*, 2000; Salas dan Cannon-Bowers, 2001).

### **Pengukuran *Human capital***

Pengukuran *human capital* bukan dimaksudkan untuk menentukan nilai instrisik SDM, melainkan dampak perilaku SDM atas proses-proses organisasional. Pengukuran ini penting dilakukan untuk mengetahui efektivitas strategi yang dijalankan perusahaan terhadap seberapa besar kontribusi karyawan terhadap peningkatan kinerja.

Disamping itu, pengukuran SDM merupakan suatu manajemen kinerja yang sangat penting dan sebagai alat untuk melakukan perbaikan. Menurut Fitz-Enz (2000), perusahaan yang tidak melakukan pengukuran SDM, maka perusahaan tersebut tidak akan dapat:

1. Mengkomunikasikan harapan kinerja yang spesifik
2. Mengetahui apa yang sesungguhnya terjadi dalam organisasi
3. Mengidentifikasi gap kinerja yang harus dianalisis dan dieliminasi
4. Memberikan umpan balik dengan membandingkan kinerja terhadap standar
5. Mengetahui kinerja yang harus diberi reward
6. Mendukung keputusan berkaitan dengan alokasi sumber daya, proyeksi, dan jadwal

Dalam lingkungan bisnis yang semakin maju, dimana perusahaan semakin banyak tergantung pada *intangible asset* daripada *tangible asset*. Adanya pergeseran ini tercermin dalam



studi Brookings Institution di Amerika Serikat yang meneliti 500 perusahaan dalam kurun waktu 20 tahun terakhir (Wealthierly, 2003). Pada tahun 1982, *tangible asset* merepresentasikan 62% nilai pasar perusahaan, kemudian turun menjadi 38% pada tahun 1992. Studi terakhir yang dilakukan pada tahun 2002 menunjukkan angka penurunan yang semakin besar menjadi hanya 15%, sementara 85% merupakan *intangible asset* yang menentukan nilai pasar perusahaan.

Wealthierly (2003) mengatakan terdapat dua kekuatan utama mengapa pengukuran human capital menjadi pusat perhatian utama di komunitas bisnis. Pertama adalah kompetisi dalam lingkungan bisnis sebagai akibat globalisasi perdagangan dan perkembangan beberapa sektor kunci seperti telekomunikasi, transportasi, dan jasa-jasa keuangan. Kedua, perkembangan teknologi informasi yang sangat cepat terutama setelah kemunculan internet. Kedua perkembangan ini secara dramatis telah merubah struktur bisnis dan mendorong intangibles asset memegang peran yang semakin penting bagi perusahaan khususnya.

### **Hubungan *Human Capital* dengan Kinerja Perusahaan**

Untuk dapat meningkatkan kinerja perusahaan seoptimal mungkin, maka diperlukan pengelolaan SDM yang lebih efisien dan profesional. Dalam menghadapi berbagai perubahan lingkungan bisnis baik secara internal maupun eksternal, manajer SDM perusahaan dituntut dapat melakukan proses manajemen SDM yang dapat mengembangkan *human capital*.

Menurut Totanan (2004) sebuah perusahaan akan menghasilkan kinerja yang berbeda jika dikelola oleh orang yang berbeda, artinya SDM yang berbeda dalam mengelola aset perusahaan yang sama akan menghasilkan nilai tambah yang berbeda. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *tangible aset* yang dimiliki perusahaan bersifat pasif tanpa sumber daya manusia yang dapat mengelola dan menciptakan nilai bagi suatu perusahaan. Beberapa penelitian terakhir telah membuktikan keterkaitan antara kinerja perusahaan dengan proses pengelolaan SDM di perusahaan.

Studi-studi empiris tahun 1980-an memberikan hasil yang mixed terhadap hubungan antara human capital dengan kinerja perusahaan. Nkomo (1986, 1987) menguji hubungan antara perencanaan SDM dengan kinerja bisnis, dan menemukan tidak ada korelasi diantaranya. Hasil ini juga didukung oleh studi yang didasarkan atas survei (Delaney, Lewin and Ichniowski 1988, 1989) yang menyimpulkan tidak ada hubungan antara praktek SDM dengan kinerja keuangan perusahaan. Sementara studi-studi empiris tahun 1990-an sekarang lebih banyak membuktikan



Hubungan yang positif dan signifikan antara human capital dengan kinerja perusahaan. Studi Guest., *et al* (2003), melakukan penelitian terhadap hubungan antara human capital dan kinerja perusahaan di 366 perusahaan di Inggris. Hasil penelitian menunjukkan penggunaan SDM yang lebih banyak dikaitkan dengan tingkat turnover tenaga kerja yang rendah mampu menghasilkan profit per tenaga kerja yang lebih tinggi tapi produktivitasnya rendah. Dengan melakukan estimasi terhadap kinerja, terdapat hubungan yang sangat kuat antara SDM dan kinerja produktivitas dan keuangan.

Li dan Wu (2004) juga membuktikan hubungan positif dan signifikan antara *intellectual capital* dengan kinerja perusahaan Martina., *et al* (2008) melakukan penelitian pada kantor akuntan publik untuk menguji apakah *individual capability* dan *the organizational climate* yang merupakan komponen dari *human capital* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan kantor akuntan publik baik secara individual (parsial) maupun secara simultan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertama, *individual capability* berpengaruh signifikan terhadap kinerja kantor akuntan publik. Kedua, *the organizational climate* berpengaruh signifikan terhadap kinerja kantor akuntan publik. Ketiga, *individual capability* dan *the organizational climate* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kinerja kantor akuntan publik. Pengujian juga membuktikan bahwa *individual capability* adalah variabel yang mempunyai pengaruh paling besar terhadap kinerja kantor akuntan publik.

Pendekatan riset yang menfokuskan pada SDM secara individual dan kaitkan dengan kinerja perusahaan telah dirintis sejak awal tahun 1990-an. Bartel (1994) menguji hubungan antara program pelatihan yang diadopsi dan pertumbuhan produktivitas, sementara hubungan antara program pelatihan dan kinerja keuangan didukung oleh Gerhart dan Milkovich (1992). Weitzman dan Kruse (1990) mengidentifikasi hubungan antara skema kompensasi insentif dan produktivitas, dan Terpstra dan Rozell (1993) menguji proses rekrutmen, seleksi uji validasi dan penggunaan prosedur seleksi formal dan menemukan hubungan dengan *profit* perusahaan. Pada umumnya, penyeleksian dalam penyusunan staf mempunyai hubungan positif dengan kinerja perusahaan (Becker dan Huselid 1992, Schmidt, Hunter, McKenzie dan Muldrow 1979). Evaluasi kinerja dan keterkaitan dengan skema kompensasi telah diidentifikasi sebagai penyumbang kenaikan dalam profitabilitas perusahaan (Borman 1991).



Studi empiris yang terkait dengan hubungan *intellectual capital* dalam bentuk sumber daya pengetahuan (*knowledge*) dengan kinerja perusahaan antara lain dilakukan oleh: Nonaka dan Takeuchi (1995), dan Zahra dan George (2002). Nonaka dan Takeuchi (1995) menyatakan bahwa hanya perusahaan yang dapat memproduksi pengetahuan baru secara berkelanjutan saja yang mampu mencapai posisi lebih baik untuk memiliki *competitive advantage*. Zahra dan George (2002) mengutarakan model rekonseptualisasi yang menghubungkan antara sumber pengetahuan, *absorptive capacity* dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keunggulan bersaing.

Keunggulan kompetitif hanya akan bisa dicapai apabila sumber pengetahuan individu yang menjadi dasar kekuatan dikelola dan dipelihara. Sebagaimana dikemukakan juga oleh Morling dan Yakhlef (1999) bahwa yang akan menentukan kesuksesan perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk mengelola aset pengetahuan. Perusahaan tidak dapat menciptakan pengetahuan tanpa tindakan dan interaksi para karyawannya. Di sinilah pentingnya perilaku para karyawan melakukan *knowledge sharing*. Bollinger dan Smith (2001) berpendapat bahwa perilaku manusia merupakan kunci kesuksesan atau kegagalan sebuah strategi manajemen pengetahuan. Bagaimanapun pengetahuan terletak pada individu dan diciptakan oleh individu (Nonaka dan Takeuchi, 1995). Pengetahuan akan memberi peran terhadap *absorptive capacity* apabila terjadi aktivitas saling bertukar pengetahuan di antara para karyawannya.

Hubungan antara pelatihan dan pengembangan SDM dengan kinerja perusahaan antara lain dilakukan oleh: Black dan Lynch, 1996; Garcia, 2005; dan Khatri, 2000. Pengetahuan dan skill karyawan melalui aktivitas pelatihan telah menjadi penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Preffer (1994) dan Upton (1995) menyatakan bahwa kesuksesan suatu perusahaan dalam menghadapi persaingan pasar ditentukan terutama oleh human capital, bukan physical capital dan makanya perusahaan dianjurkan untuk investasi dalam berbagai pelatihan untuk meningkatkan sumber daya pengetahuan, keahlian dan kemampuan karyawan yang lebih baik dibandingkan dengan pesaing. Oleh karena itu, pengeluaran perusahaan untuk aktivitas pelatihan dan pengembangan SDM sangat penting dilakukan untuk mempertahankan dan meningkatkan keahlian dan pengetahuan pekerja agar mampu menciptakan keunggulan bersaing yang berkelanjutan (Barney, 1991) dan memperbaiki kinerja perusahaan (Kozlowski., *et al*, 2000; Salas dan Cannon-Bowers, 2001).



### **Review Penelitian Sebelumnya**

Berikut ini dilakukan *review* beberapa penelitian yang berkaitan dengan bagaimana pengaruh investasi pada modal sumberdaya manusia terhadap kinerja atau nilai suatu organisasi. Dari beberapa kajian empiris menunjukkan berbagai variasi dampak investasi pada modal sumberdaya manusia terhadap nilai perusahaan. Sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Shaw., *et al* (2013), melakukan penelitian yang mengevaluasi kerugian modal manusia dan kinerja organisasi. Penelitian mengungkapkan bahwa berinvestasi lebih banyak pada manajemen sumber daya manusia menyebabkan hilangnya modal manusia, karena karyawan menjadi lebih melek dan mencari organisasi yang lebih baik yang sesuai dengan keterampilan yang mereka peroleh. Studi lebih lanjut memprediksi bahwa, karena karyawan cenderung meninggalkan perusahaan, tingkat turnover sukarela sangat mempengaruhi kinerja keuangan dan produktivitas perusahaan secara negatif. Dalam studi lain, Bapna (2013), mengevaluasi hubungan antara investasi sumber daya manusia melalui pelatihan karyawan dan kinerja karyawan dalam suatu organisasi. Sementara Masuluke dan Ngwakwe (2018) mencatat peningkatan keterampilan pekerja, juga mencatat bahwa tidak semua pelatihan karyawan menambah nilai kinerja karyawan. Temuan keseluruhan dari Bapna (2013) mengungkapkan bahwa investasi sumber daya manusia melalui pelatihan meningkatkan kinerja karyawan dan memberikan kontribusi positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Selanjutnya, Vomberg (2015), mengungkapkan bahwa kontribusi modal manusia dan merek dagang terhadap kinerja perusahaan. Temuan ini memberikan bukti bahwa ada terdapat hubungan yang signifikan antara kedua variabel.

Studi lain yang dilakukan oleh Jegede., *et al* (2016), tentang pengaruh modal manusia, transformasi dan nilai perusahaan bertujuan untuk mengetahui hubungan antara modal manusia, transformasi dan nilai perusahaan di sektor pertambangan Nigeria. Peneliti menggunakan non-probabilitas, purposive sampling dan mengumpulkan data dari 150 perusahaan pertambangan yang mengisi dan mengirim balik kuesioner mencapai 70,6%. Dari studi tersebut diketahui bahwa semua jenis sumber daya manusia sangat penting untuk mengukur efisiensi tenaga kerja di perusahaan pertambangan. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan hubungan yang kuat antara transformasi karyawan dan kinerja pertambangan. Berikutnya Pivac., *et al* (2017) meneliti hubungan antara modal manusia dan laba perusahaan, dengan menggunakan variabel rasio margin laba. Penelitiannya mempelajari 5000 perusahaan yang terdaftar di Uni Eropa dari sektor



teknologi informasi. Menerapkan pendekatan panel lima tahun, hasilnya mengungkapkan bahwa perusahaan yang menghabiskan lebih banyak uang dalam investasi sumber daya manusia menghasilkan lebih banyak keuntungan. Ditemukan juga bahwa prioritas perusahaan untuk pengembangan ketrampilan karyawan tergantung antara lain, pada ukuran perusahaan.

Wenzel (2017), melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengungkap pengaruh perkembangan pekerja di sebuah perusahaan industri sosial. Peneliti menggunakan non-probabilitas, *purposive sampling* dan menggunakan data kualitatif melalui kuesioner terbuka. Temuan penelitian ini mendorong perusahaan di organisasi sektor sosial untuk meningkatkan pengetahuan mereka dalam hal pengembangan sumber daya manusia untuk menghindari lebih banyak tantangan yang dihadapi SSO. Backman., *et al* (2016), menganalisis dampak pengembangan karyawan terhadap keberlanjutan perusahaan di Swedia. Temuan dari penelitian menunjukkan bahwa karyawan adalah aset manusia dan nilainya ditentukan oleh tingkat pendidikan yang diperoleh dan pengalaman terkait pekerjaan. Studi ini menemukan bahwa aset manusia mempengaruhi kinerja perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini menyimpulkan bahwa pertumbuhan dan kelangsungan hidup perusahaan dikendalikan oleh bagaimana aset manusia bermartabat. Hasil penelitiannya menegaskan peningkatan produktivitas yang disertai dengan perbaikan dalam pengembangan karyawan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Casalegno dan Pellicelli (2013) mengungkapkan bahwa membangun budaya perusahaan yang kuat adalah perlu dan penting, serta membangun merek perusahaan secara efektif. Selanjutnya yang terpenting adalah setiap karyawan harus merasa tentram dan nyaman dalam struktur organisasi dan harus mengalami realitas perusahaan sebagai pelanggan. Ini cara terbaik untuk memimpin perubahan dan untuk mendapatkan hasil nyata dalam jangka panjang.

### **Hipotesis Penelitian**

Berdasarkan uraian pada bab sebelumnya, maka berikut ini dijelaskan hubungan antara variabel dengan pernyataan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1: Terdapat pengaruh positif investasi sumberdaya manusia terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia.

H2: Terdapat pengaruh yang positif tingkat profitabilitas terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia.



H3: Terdapat pengaruh yang positif ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia.

H4: Investasi sumberdaya manusia dapat memperkuat hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan publik yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia.

H5: Investasi sumberdaya manusia dapat memperkuat hubungan antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan publik yang terdaftar di indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia.

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Untuk menguji bagaimana pengaruh investasi sumberdaya manusia terhadap nilai perusahaan, maka penelitian menggunakan *Price to Book Value* (PBV) pengukuran nilai perusahaan sebagai variabel dependen, dengan rumus :

$$PBV = \text{Stock Price} / \text{Total Equity: number shares outstanding}$$

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### - *Investasi Modal Sumberdaya Manusia*

Investasi modal sumberdaya manusia, *human capital investment* adalah investasi SDM yang merupakan biaya dan usaha yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk memiliki SDM yang berkualitas (Lingarjaya dan Isnalita, 2020). Pengukuran untuk investasi SDM dalam penelitian ini menggunakan biaya pengembangan karyawan sebagai proksi investasi modal sumberdaya manusia. Jadi variabel HCI diukur sebagai:

$$BPAU = \frac{\text{Biaya Pengembangan Karyawan}}{\text{Beban Administrasi dan Umum}} \times 100\%$$

#### - *Return to Asset (ROA)*

Untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan, yaitu untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak dari setiap total aktiva yang diinvestasikan. Variabel ROA merupakan indikator penting bagi perusahaan maupun investor dalam menilai kemampuan perusahaan bertahan dalam jangka panjang. ROA dihitung dengan rumus sebagai berikut.



$$ROA = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Asset}} \times 100 \%$$

- **Company Size (SIZE)**

Perusahaan dengan aset yang besar menandakan perusahaan memiliki arus kas yang besar dan ditangkap sebagai sinyal positif bagi investor (Sutanto, 2007). Cara untuk menghitung ukuran perusahaan dengan mentransformasi logaritma total kekayaan perusahaan dengan rumus :

$$SIZE = \text{Natural Logarithm of total asset}$$

- **Leverage (LEV).**

Variabel ini digunakan untuk mengontrol struktur pendanaan perusahaan dalam membiayai asetnya dengan membagi total hutang dengan total kekayaan ekuitas perusahaan. Rumus perhitungan adalah sebagai berikut:

$$LEV = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

### **Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia periode 2014 – 2020. Sampel penelitian diambil secara *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Perusahaan yang terdaftar di indeks LQ 45 periode waktu 2014- 2020.
- Perusahaan yang telah mempublikasikan Laporan keuangan sepanjang periode 2014-2020
- Perusahaan yang selalu masuk dalam indeks LQ45 sepanjang periode waktu 2014-2020.

### **Model Regresi**

Dalam penelitian ini model regresi dibagi menjadi dua model regresi sebagai berikut:

- **Model Substruktur 1:**

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 BPAU_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \epsilon$$

- **Model Substruktur 2:**

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 BPAU_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \epsilon$$



### - Model Substruktur 3:

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 BPAU_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 (ROA_{i,t})(BPAU_{i,t}) + \beta_6 (SIZE_{i,t})(BPAU_{i,t}) + \epsilon$$

Dimana:

PBV = *Price to book value*

BPAU = *Human Capital Investment*

ROA = *Return on Asset*

LEV = *Leverage*

Size = *Company Size*

### Spesifikasi Model

Dalam metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan:

#### - *Common Effect Model (CEM)*

Model regresi yang tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu dan mengasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktudikenal dengan estimasi *Common Effect*. Metode ini bisa menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square (OLS)* atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel. Persamaan model regresi dengan estimasi *Common Effect* dapat ditulis sebagai berikut :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + e_{it}$$

Keterangan :

$Y_t$  = variabel terikat

$\beta_0$  = intersep

$\beta_1, \beta_2$  = intersep pembeda

$X_1, X_2$  = variabel bebas

$i$  = jenis perusahaan

$t$  = waktu

$e$  = *error*

#### - *Fixed Effect Model (FEM)*

Model regresi yang mengasumsikan adanya perbedaan intersep di dalam persamaannya dikenal dengan model regresi *Fixed Effect*. Untuk mengestimasi data panel dengan model *Fixed Effects*



menggunakan teknik variabel dummy untuk menangkap adanya perbedaan intersep antar perusahaan, namun intersepnya sama antar waktu (*time invariant*). Model ini juga mengasumsikan bahwa koefisien regresi (*slope*) tetap antar perusahaan dan antar waktu. Model ini sering juga disebut dengan teknik *Least Squares Dummy Variable* (LSDV) dengan persamaan sebagai berikut :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 D_{1i} + \beta_4 D_{2i} + \beta_5 D_{3i} + eit$$

Keterangan :  $D_{1i}$ ,  $D_{2i}$  dan  $D_{3i}$  adalah variabel dummy untuk objek 1,2,3 dan 0 untuk objek lainnya.

#### - **Random Effect Model (REM)**

Penggunaan variabel dummy dalam model *Fixed Effect* bertujuan untuk mewakili ketidaktahuan tentang model yang sesungguhnya. Hal ini membuat berkurangnya derajat kebebasan (*degree of freedom*) yang pada akhirnya mengurangi efisiensi parameter. Masalah ini dapat diatasi dengan model *Random Effect* yang menggunakan variabel gangguan (*error terms*), dengan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar individu dan antar waktu. Model ini juga disebut dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Square* (GLS) dengan persamaan berikut :

$$Y_{it} = \bar{\beta}_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + v_{it}$$

Keterangan :  $\bar{\beta}_0$  adalah parameter yang tidak diketahui yang menunjukkan rata-rata intersep populasi dan  $v_{it}$  adalah variabel gangguan.

#### **Pemilihan Model Estimasi**

Dalam menentukan estimasi model regresi panel yang paling tepat untuk digunakan maka dilakukan uji *Chow Test*, uji *Hausman Test* dan uji *LM Test*.

- **Chow Test** bertujuan untuk memilih penggunaan *Common Effect Model* atau *Fixed Effect Model* sebagai metode estimasi model regresi panel yang tepat untuk model penelitian ini. Dasar pengambilan keputusannya dengan melihat nilai probabilitas F, bila nilai probabilitas  $F < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak dan begitu pula sebaliknya.

$H_0$ : *Common Effect Model*



H<sub>1</sub>: *Fixed Effect Model*

- **Hausman Test** bertujuan untuk memilih penggunaan *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model* sebagai metode estimasi model regresi panel yang tepat untuk penelitian kita. Dasar pengambilan keputusannya dengan melihat nilai probabilitas, bila nilai probabilitas < 0,05 maka H<sub>0</sub> ditolak, sebaliknya jika nilai probabilitasnya >0,05 maka H<sub>0</sub>diterima.

H<sub>0</sub>: *Random Effect Model*

H<sub>1</sub>: *Fixed Effect Model*

- **LM Test** bertujuan untuk memilih penggunaan *Common Effect Model* atau *Random Effect Model* sebagai metode estimasi model regresi panel yang tepat untuk penelitian kita. Dasar pengambilan keputusannya dengan melihat nilai probabilitas pada *Breusch-Pagan*, bila nilai probabilitas < 0,05 maka H<sub>0</sub> ditolak, sebaliknya jika nilai probabilitasnya > 0,05 maka H<sub>0</sub>diterima.

H<sub>0</sub>: *Common Effect Model*

H<sub>1</sub>: *Random Effect Model*

## PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif adalah menggambarkan tentang distribusi data dari variabel yang digunakan dalam model penelitian ini, berupa nilai rata-rata, maksimum dan minimum. Selanjutnya kecondongan suatu kurva dapat dilihat dari perbedaan letak mean, median dan modusnya. Jika ketiga ukuran pemusatan data tersebut berada pada titik yang sama, maka dikatakan simetris atau data berdistribusi normal. Sedangkan jika tidak berarti data tidak simetris atau tidak berdistribusi normal. Kurtosis atau keruncingan adalah tingkat kepuncakan dari sebuah distribusi yang biasanya diambil secara relatif terhadap suatu distribusi normal.

**Tabel 1 Diskriptif Statistik Variabel Penelitian**

	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
PBV	196	36.00	6640.00	475.8367	963.44279
ROA	196	7.00	4869.00	738.2245	755.23585
BPAU	196	.00	1033.00	482.8724	176.46558
PER	196	365.00	32900.00	2261.0306	3035.58763
DER	196	13.00	1358.00	225.3929	286.88546
NPM	196	35.00	8518.00	1884.0306	1351.00662
AUR	196	496.00	23919.00	5678.2806	4467.50528
LSIZE	196	365.00	616.00	479.3929	61.43543
Valid N (listwise)	196				

Nilai mean untuk variabel PBV adalah sebesar 4.75 kali dengan nilai minimum 0.36 kali pada PT. Adaro Energy, Tbk di tahun 2015 dan nilai maksimum sebesar 66.40 kali pada PT. Unilever Indonesia, Tbk di tahun 2015. Nilai rata-rata variabel ROA adalah sebesar 7.38 persen, dan nilai minimum sebesar 0.07 persen pada PT. PP (Pesero), Tbk di tahun 2020 dan dengan nilai maksimum sebesar 46.69 persen pada PT. Unilever Indonesia, Tbk di tahun 2016. Nilai mean variabel BPK sebesar 4.82 persen dengan nilai minimum sebesar 0.00 persen, dan nilai maksimum sebesar 10.33 persen pada PT. Charoen Pokphand Indonesia Tbk di tahun 2014. Selanjutnya untuk variabel PER nilai mean sebesar 22.61 kali, Sedangkan nilai minimum sebesar 3.65 kali pada PT. Sri Rejeki Isman Tbk di tahun 2020 dan nilai maksimum sebesar 32.90 kali pada PT. PP (Persero) Tbk di tahun 2020.

Nilai mean variabel DER adalah sebesar 2,25 kali, dengan nilai minimum sebesar 0.13 kali pada PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk di tahun 2014 dan nilai maksimum sebesar 13,58 kali pada PT. Tower Bersama Infrastructure Tbk di tahun 2015. Kemudian nilai mean variabel NPM sebesar 18.84 persen dengan nilai minimum sebesar 0.35 persen pada PT. PP (Pesero) Tbk di tahun 2020 dan nilai maksimum sebesar 85,18 pada PT. Bumi Serpong Damai Tbk di tahun 2014. Berikutnya untuk nilai mean variabel AUR sebesar 56,78 persen dengan nilai minimum sebesar 4,96 persen pada PT. PP (Pesero) Tbk di tahun 2020 dan nilai maksimum sebesar 239,19 persen pada PT. Unilever Indonesia Tbk di tahun 2016. Terakhir nilai mean variabel LSIZE sebesar 4,79 satuan dengan nilai minimum sebesar 3,65 satuan dan nilai maksimum sebesar 6,16 satuan.



### Hasil Pengujian Pemilihan Model Estimasi

Langkah pertama adalah pemilihan antara CEM dengan FEM dengan melakukan uji *Cho test* untuk Model 1, dimana DER sebagai variabel dependen adalah sebagai berikut.

**Tabel 2. Hasil Cho- test**

Redundant Fixed Effect Tests	Model 1			Model 2		
	Statistic	d.f	Prob	Statistic	d.f	Prob
Test cross-section fixed effects						
Effects Test						
Cross-section <i>F</i>	14.210	(27.16)	0.0953	30.610	(27.161)	0.0000
Cross-section chi-square	42.121,21	27	0.0320	81.211.23	27	0.000

Dari hasil uji cho di atas menunjukkan bahwa pada model 1, nilai uji cho dengan probabilitas sebesar,  $p = 0.03 < \alpha = 0.05$ , dan pada model 2, nilai probabilitas sebesar,  $p = 0.000 < \alpha = 0.05$ , maka FEM lebih tepat digunakan untuk mengestimasi model dalam penelitian ini. Langkah selanjutnya membandingkan antara FEM dengan REM dengan melakukan pengujian Hausman test.

**Tabel 3. Hasil Pengujian Hausman Test**

Correlated Random Effects-Hausman Test	Model 1			Model 2		
	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob
Equation: Untitled						
Test cross-section random effects						
Test Summary						
Cross-section random	28.504	8	0.0004	24.871	7	0.0008

Dari hasil uji Hausman test, bahwa pada model 1, nilai statistik chi-square sebesar 28.504 dengan probabilitas,  $p = 0.0004 < \alpha = 0.05$ , dan pada model 2, nilai statistik chi-square sebesar 24.871 dengan probabilitas,  $p = 0.0008 < \alpha = 0.05$  menunjukkan bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, maka model yang tepat untuk mengestimasi model dalam penelitian ini adalah FEM. Langkah selanjutnya setelah diperoleh model estimasi yang tepat untuk mengestimasi model dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakan FEM.

### Hasil Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian pengaruh investasi sumberdaya manusia terhadap nilai perusahaan dilakukan dengan uji statistik- *t*, statistik- *F* dan uji adjusted  $R^2$ . Hasil uji *t* ditunjukkan pada



Tabel 4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada model 1 enam dari delapan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV. Keenam variabel tersebut adalah BPAU, PER, DER, AUR, ROA dan NPM.

Pada model 1, variabel BPAU menunjukkan pengaruh yang negatif signifikan dengan koefisien -0.7055 dengan nilai probabilitas statistik-*t* lebih kecil,  $p= 0.0067 < \alpha =0.05$ , artinya terjadi kenaikan sebesar 1 persen biaya pengembangan karyawan terhadap biaya administrasi dan umum menyebabkan penurunan sebesar -0.70 persen nilai perusahaan. Untuk nilai koefisien variabel PER sebesar 0.0561 dengan nilai probabilitas statistik-*t* sebesar  $p= 0.000 < \alpha =0.05$ . Artinya setiap kenaikan PER sebesar 1 kali memberikan dampak menaikkan nilai perusahaan sebesar 0.0561 kali. Nilai koefisien variabel DER sebesar 0.9462 dengan nilai probabilitas statistik-*t* sebesar  $p= 0.000 < \alpha =0.05$ . Artinya jika terjadi kenaikan DER sebesar 1 persen dapat meningkatkan sebesar 0.94 persen nilai perusahaan. Selanjutnya untuk variabel AUR dengan nilai koefisien sebesar 0.0940 dengan nilai probabilitas statistik-*t* sebesar  $p= 0.0000 < \alpha =0.05$ . Artinya setiap kenaikan sebesar 1 satuan nilai AUR dapat meningkatkan nilai perusahaan 0.094 satuan. Variabel ROA berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien sebesar 0.6373 dengan probabilitas sebesar  $p= 0.0000 < \alpha =0.05$ . Artinya jika terjadi peningkatan sebesar 1 persen ROA dapat meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.64 persen. Terakhir, variabel NPM berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Setiap kenaikan 1 persen NPM akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.14 persen.

**Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis dengan menggunakan FEM**

Model 1: PBV sebagai Variabel Dependen					Model 2: ROA sebagai Variabel Dependen				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.1424	6.241	-1.830.631	0.0690	C	-2.810.631	4.914.475	-0.57190	0.5682
BPAU	-0.7055	0.257	-2.746.311	0.0067	BPAU	-0.414365	0.199862	-2.073.25	0.0397
PER	0.0561	0.014	4.076.514	0.0001	PER	0.007936	0.010832	0.732600	0.4649
DER	0.9462	0.163	5.818.142	0.0000	DER	0.016646	0.128197	0.129849	0.8968
AUR	0.0940	0.020	4.805.830	0.0000	AUR	0.139162	0.010846	1.283.085	0.0000
LSIZE	0.8331	1.059	0.786907	0.4325	LSIZE	-0.071120	0.834601	-0.08521	0.9322
ROA	0.6373	0.099	6.375.163	0.0000	NPM	0.220169	0.025536	8.621.842	0.0000
NPM	0.1382	0.039	3.529.985	0.0005	EPS	0.026479	0.018609	1.422.934	0.1567
EPS	-0.0427	0.024	-1.800.077	0.0737					



R-squared	0.7598	Mean dependent var	4.8150	R-squared	0.754973	Mean dependent var	7.3822
Adjusted R-squared	0.7072	S.D. dependent var	9.6461	Adjusted R-squared	0.703228	S.D. dependent var	7.5523
S.E. of regression	5.2190	Akaike info criterion	1.5520	S.E. of regression	4.114.281	Akaike info criterion	1.5037
Sum squared resid	435852	Schwarz criterion	1.6111	Sum squared resid	27252967	Schwarz criterion	1.5622
Log likelihood	-1.4841	Hannan-Quinn criter.	1.5760	Log likelihood	-1.438.683	Hannan-Quinn criter.	1.5274
F-statistic	14.4611	Durbin-Watson stat	2.4851	F-statistic	1.459.031	Durbin-Watson stat	2.4472
Prob(F-statistic)	0.0000			Prob (F-statistic)	0.0000		

Pada Model 2 di Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian statistik-t. dimana ROA sebagai variabel dependen untuk mengukur nilai perusahaan. Terdapat 3 (tiga) variabel independent yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, yaitu variabel BPAU, AUR dan NPM. Variabel BPAU untuk mengukur persentase pengeluaran biaya pengembangan karyawan terhadap biaya administrasi dan umum, menunjukkan pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel ROA. Nilai koefisien variabel BPAU sebesar -0.4143 dan nilai probabilitas statistik-t sebesar  $0.0397 < \alpha = 0.05$ . Ini bermakna jika terjadi kenaikan sebesar 1 persen pada BPAU maka akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan sebesar -0.41%. Nilai koefisien variabel AUR sebesar 0.1391 dengan probabilitas statistik-t sebesar  $0.000 < \alpha = 0.05$ . Ini menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan sebesar satu satuan AUR maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.14 satuan. Terakhir nilai koefisien NPM sebesar 0.2201 dengan nilai probabilitas statistik-t sebesar  $0.0000 < \alpha = 0.05$ . Ini mengidentifikasi bahwa jika terjadi kenaikan sebesar 1 persen NPM akan dapat meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.22 persen.

Uji *F* bertujuan untuk menguji apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Ghozali, 2013:98). Pada Model 1 dan Model 2 di atas menunjukkan hasil uji simultan (uji *F*) memiliki nilai *F* hitung masing-masing sebesar 14.4611 dengan probabilitas sebesar,  $p= 0.000 < \alpha= 0.05$ , dan 14.5903 dengan probabilitas sebesar,  $p= 0.000 < \alpha= 0.05$ , maka dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh signifikan variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat.

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) di Tabel 4 untuk model 1 dan model 2 di atas diperoleh nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) masing-masing sebesar 0.7598 dan 0.7549 persen. Kesimpulannya, kemampuan



variabel bebas dalam menjelaskan nilai perusahaan cukup besar pada kedua model tersebut yaitu masing-masing sebesar 75,98 persen dan 75,49 persen, sedangkan sisanya dipengaruhi dipengaruhi oleh faktor lain diluar variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

### Hasil Pengujian Hipotesis Variabel BPAU sebagai Variabel Moderasi

Untuk menjawab apakah biaya pengembangan karyawan dapat dijadikan variabel moderating untuk variabel tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan dan *leverage* terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel PBV. Berikut ditampilkan hasil pengujian variabel BPAU sebagai variabel moderating terhadap nilai perusahaan.

**Tabel 5. Hasil Pengujian BPAU sebagai Variabel Moderasi**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.788.713	3.386.152	0.528244	0.5981
ROA	1.484.771	0.063559	2.336.041	0.0000
LSIZE	-1.959.073	0.954872	-2.051.660	0.0418
DER	1.063.784	0.602807	1.764.717	0.0795
ROA*BPAU	-0.002025	0.000156	-1.294.680	0.0000
LSIZE*BPAU	0.002790	0.000994	2.806.227	0.0056
DER*BPAU	-0.000963	0.000919	-1.048.365	0.2960
R-squared	0.823519	Mean dependent var		4.815.459
Adjusted R-squared	0.787569	S.D. dependent var		9.646.619
S.E. of regression	4.446.150	Akaike info criterion		1.518.871
Sum squared resid	32024562	Schwarz criterion		1.575.737
Log likelihood	-1.454.494	Hannan-Quinn criter.		1.541.893
F-statistic	22.90743	Durbin-Watson stat		2.696.302
Prob(F-statistic)	0.000000			

Hasil di Tabel 5 mengungkapkan bahwa variabel BPAU dapat dijadikan variabel moderasi antara variabel tingkat profitabilitas dan ukuran perusahaan. Namun memberikan dampak yang berbeda terhadap nilai perusahaan. Untuk variabel profitabilitas yang diukur dengan ROA setelah dimoderasi dengan variabel BPAU memberikan dampak negatif terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan hasil variabel ukuran perusahaan setelah dimoderasi variabel BPAU memberikan dampak positif terhadap nilai perusahaan. Nilai koefisien variabel ROA setelah dimoderasi dengan variabel BPAU adalah sebesar -0.002025 dengan probabilitas statistik-t  $p=0.0000 < \alpha=0.05$ . Artinya setiap kenaikan sebesar 1 persen variabel ROA\*BPAU akan mengakibatkan penurunan sebesar -0.0020 persen nilai perusahaan. Selanjutnya nilai koefisien variabel ukuran



perusahaan setelah dimoderasi variabel BPAU adalah sebesar 0.002790 dengan nilai probabilitas statistik- $t$  sebesar  $p=0.0056 < \alpha= 0.05$ . Artinya setiap kenaikan sebesar 1 persen variabel  $LSIZE*BPAU$  akan meningkatkan sebesar 0.00279 persen nilai perusahaan. Dari hasil analisis data tersebut maka variabel BPAU dapat atau mampu menjelaskan nilai perusahaan baik sebagai variabel independen maupun sebagai variabel moderasi.

Hasil analisis statistik data panel pada penelitian ini dengan mendekati FEM pada kedua model data panel yaitu model 1 menggunakan PBV dan model 2 menggunakan ROA sebagai proksi nilai perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan. Variabel utama dalam penelitian ini adalah persentase biaya pengembangan karyawan terhadap total Biaya administrasi dan umum (BPAU) memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada kedua model yang digunakan.

Pengaruh negatif ini menandakan bahwa alokasi biaya pengembangan karyawan di respon negatif oleh para stakeholders. Dari 28 perusahaan publik yang tercatat di indeks LQ45 ditemukan bahwa hanya sebagian kecil saja perusahaan yang mempublikasikan alokasi biaya pengembangan karyawan dalam catatan laporan keuangannya, sehingga secara keseluruhan perhatian perusahaan terhadap pengembangan ketrampilan, keahlian dan kapasitas karyawan masih sangat rendah. Dengan demikian bahwa perhatian perusahaan untuk pengembangan karyawan masih sangat kecil. Pengalokasian dana tersebut sangat tidak material sehingga tidak dijelaskan secara eksplisit dalam catatan laporan keuangan perusahaan.

Penelitian ini menggunakan 45 perusahaan publik dengan tingkat likuiditas tertinggi di Bursa Efek Indonesia (BEI) telah mengungkapkan bahwa perencanaan sumberdaya manusia sebagai elemen utama bagi kemajuan perusahaan belumlah mendapatkan perhatian yang serius dalam upaya menciptakan sumberdaya yang unggul bagi perusahaan. Terlihat ada indikasi bahwa pengembangan SDM perusahaan masih bersifat temporal dan penekanannya lebih kepada kemampuan pengembangan secara individual karyawan itu sendiri.

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif pengembangan sumberdaya manusia perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Shaw *et al* (2013) bahwa dengan investasi pengembangan SDM perusahaan berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan, karena tingkat *turnover* karyawan yang telah mendapatkan pendidikan dan pelatihan cenderung tinggi. Dengan berbekal keahlian dan ketrampilan yang diperoleh di



perusahaan terdahulu dapat dijadikan alasan untuk mencari pekerjaan yang lebih baik di perusahaan lain. Namun hasil penelitian ini tentu saja berbeda dengan kebanyakan dari hasil penelitian sebelumnya yaitu sebagian besar penelitian tersebut mengungkap ada pengaruh yang positif antar pengembangan sumberdaya manusia dengan kinerja perusahaan. Seperti penelitian dan Pivac., et al (2017), Vomberg (2015), Jegede ., et al (2016), Backman., et al (2016) dan Bapna (2013) menemukan bahwa pengembangan SDM perusahaan berkontribusi positif terhadap laba perusahaan, reputasi, kinerja dan nilai serta pertumbuhan ekonomi perusahaan.

Penelitian ini mengungkapkan informasi yang berharga bahwa jika perusahaan mampu mengoptimalkan pengembangan dan penggunaan sumberdaya manusia dalam upaya menciptakan dan meningkatkan nilai perusahaan. Semakin meningkat iklim kompetisi dalam upaya mempertahankan keberlangsungan perusahaan, maka kunci utama bergantung seberapa bagus kualitas SDM yang dimiliki oleh perusahaan. Akhirnya investasi terhadap SDM perusahaan merupakan keharusan untuk syarat *sustainable* dalam upaya mendapatkan kepercayaan para *stakeholders* terutama para investor terhadap perusahaan akan semakin tinggi

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

Dengan menggunakan metode purposive sampling terpilih sebanyak 28 dari 45 perusahaan dengan jumlah observasi 196 selama periode 2014 sampai dengan 2020 yang terindeks di LQ45 BEI. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan pada kedua model mampu menjelaskan nilai perusahaan. Kemampuan dalam menjelaskan dari variabel-variabel yang digunakan dalam kedua model regresi data panel dengan menggunakan uji Adjusted  $R^2$  adalah masing-masing sebesar 70,73 persen pada model 1 dan 70,72 persen pada model 2, sedangkan sisanya dijelaskan dari variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini. Hasil uji parsial menunjukkan bahwa variabel BPAU yang digunakan untuk mengukur persentase biaya pengembangan karyawan terhadap biaya administrasi dan umum berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian *partial least squares* (PLS) mengungkapkan bahwa persentase Biaya Pengembangan karyawan terhadap biaya Administrasi dan Umum (BPAU) dapat memoderasi variabel profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel PBV. Hasil pengujian statistik di atas memberikan informasi yang berharga bagi semua pihak, bahwa pengeluaran dana pengembangan karyawan yang berdampak negatif terhadap nilai



perusahaan. Hal ini mengidentifikasi bahwa kepedulian para pihak terhadap pengembangan karyawan sebagai asset penting bagi perusahaan belum sepenuhnya mendapatkan apresiasi.

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan serta kesimpulan maka dapat disampaikan beberapa hal kepada perusahaan, memperhatikan secara serius dalam program pengembangan sumberdaya manusia dalam perusahaan masing-masing dengan berbagai cara dapat dilakukan untuk meningkatkan kualitas sumberdaya manusianya. Perencanaan alokasi anggaran untuk pengembangan karyawan hendaknya dilakukan secara baik, terencana dan terukur, sehingga bisa dialokasi dana yang memadai untuk program peningkatan kualitas sumberdaya perusahaan. Otoritas pasar modal dan para pengambil keputusan untuk selalu memonitor perkembangan pengembangan sumberdaya perusahaan dengan menawarkan dan menyediakan berbagai pelatihan atau workshop terkait dengan tata kelola perusahaan dan etika berbisnis demi meningkatkan kualitas sumberdaya perusahaan publik di Indonesia. Para investor, disarankan untuk memperhatikan hal-hal yang berkaitan dengan kualitas manajer dan sumberdaya manusia di perusahaan publik yang sahamnya akan dibeli. Dengan kualitas sumberdaya yang baik dan taat dengan norma-norma berbisnis yang beretika akan dapat menghindarkan praktek-praktek bisnis yang bertentangan dengan nilai-nilai atau norma yang dianut secara *universal*.

## REFERENSI

- Bendig, D., Strese, S., Flatten, T.C., da Costa, M.E.S. and Brettel, M., 2017. On micro-foundations of dynamic capabilities: a multi-level perspective based on CEO personality and knowledge-based capital. *Long Range Planning*. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2017.08.002> *Capital*. Personal Review, Vol. 29, No. 4.
- Chen, H.M and Lin, K.J. 2003. The Measurement of Human Capital and Its Effect On The Analysis of Financial Statements. *International Journal of Management*, Vol. 20, No. 4
- Davenport, T.O. (1999). *Human Capital: What It Is and Why People Invest In It*. Jossey Bass, San Francisco
- Endri. (2010). Peran Human Capital Dalam Meningkatkan Kinerja Perusahaan: Suatu Tinjauan Teoritis Dan Empiris. *Jurnal Administrasi Bisnis*. Vol.6, No.2: hal. 179–190
- Fama, Eugene F. 1978. “The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders”. *American Economic Review* : Vol. 68 PP.271-282



- Fitz-enz, J. (2000). *The ROI of Human Capital: Measuring the Economic Value Added of Employee Performance*. AMA-COM, American Management Association, New York
- Gaol L, Jimmy. 2014. *A to Z Human Capital: Manajemen Sumber Daya Manusia*. Jakarta: PT Grasindo.
- Kwon, K. and Rupp, D.E., 2013. High-performer turnover and firm performance: The moderating role of human capital investment and firm reputation. *Journal of Organizational Behavior*, 34(1), pp.129-150.
- Liao, C. H., Mo, S., & Grant, J. (2019). Market Implication of Human Capital Investment in Training. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Suppl. Special Issue*, 15(1): 59–87.
- Linggardjaya, I, K., dan Isnalita (2020). Impact of Human Resource Investment on firm value. *Journal Akuntansi dan Bisnis*, 20 (1), *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 20 No. 1, Februari 2020: 71-80.
- Mayo, A. 2000. *The Role of Employee Development in The Growth of Intellectual*
- Morris, Shad,S., Alvarez, Sharon. A., Barney. Jay. B., dan Molloy. Janice C. (2016). Firm-specific human capital investments as a signal of general value: revisiting assumptions about human capital and how it is managed. *Strategic Management Journal*.
- Nurainun, B. dan Sinta. W. (2007). Analisis Pengaruh Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Perdagangan, Jasa dan Investasi yang Terdapat di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi*. Tarumanegara.
- Oyewunmi, O., Osibanjo, O., Falola, H., Olusola, J., & Olujobi, O. (2017). Optimization by Integration: A Corporate Governance and Human Resource Management Dimension. *International Review of Management and Marketing*, 7(1): 265–272.
- Roca-Puig, V., Bou-Llusar, J.-C., Beltrán-Martín, I., & García-Juan, B. (2018). The virtuous circle of human resource investments: A precrisis and postcrisis analysis. *Human Resource Management Journal* 29(2), 181-198.
- Sartono, Agus. 2008. *Manajeen Keuangan Teori dan Aplikasi edisi empat* Yogyakarta: BPFE
- Schermerhon. 2005. *Management*, 8th edition. John Wiley & Sons, Inc, US
- Simarmata, S., dan Subowo (2016). Pengaruh intellectual capital terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan perbankan Indonesia. *Accounting Analysis Journal*. 5(1).



Tandelilin, Eduardus. 2010. Portofolio dan Investasi. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kasinus.

Weatherly, L. A. (2003). Human Capital—The Elusive Asset (Measuring and Managing Human Capital: A Strategic Imperative for HR). 2003 SHRM® Research Quarterly, pp. 1-9.

Wiguna, Robin & Anastasia S. Mendari. 2008. “Pengaruh Dan Tingkat Bunga SBI Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di LQ45 BEI”. Jurnal Keuangan dan Bisnis. Volume 6. Nomor 2. Hal. 130-142.