

Pengaruh Modal Intelektual terhadap Pengembalian Saham: Studi Empiris dari Indonesia

Ervinasari Harianja

Universitas Internasional Batam

ervinasari.harianja@gmail.com

Riki Apriyadi

Universitas Internasional Batam

riki.apriyadi.1995@gmail.com

Nadhira Alya Wazdy

Universitas Internasional Batam

dhirawazdy@gmail.com

Eriza Novita

Universitas Internasional Batam

erizanovita11@gmail.com

Yusfiswandi

Universitas Internasional Batam

yuslfis.wandi@uib.ac.id

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui secara empirik, faktor-faktor yang mempengaruhi pengembaliann saham pada 431 perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2017 - 2021. Persaingan yang semakin tinggi menjadikan perusahaan tidak dapat hanya mengandalkan modal fisik, tetapi perusahaan diminta untuk dapat memaksimalkan dan mengoptimalkan *Human Capital Efficiency*, *Structural Capital Efficiency*, *Capital Employed Efficiency*, *Intellectual Capital* serta apakah pengaruh dari *Female Director* sebagai kontrol terhadap *Stock Return*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Human Capital Efficiency*, *Structural Capital Efficiency*, *Capital employed Efficiency*, *Intellectual capital* serta *Female Director* sebagai kontrol tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Stock Return*. *This research was conducted to find out empirically, the factors that affect stock returns in 431 companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2017 - 2021. The increasingly high competition makes companies not only able to rely on physical capital, but companies are asked to can maximize and optimize Human Capital Efficiency, Structural Capital Efficiency, Capital Employed Efficiency, Intellectual Capital and whether the influence of Female Director as a control on Stock Return. The results of this study indicate that Human Capital Efficiency, Structural Capital Efficiency, Capital employed Efficiency, Intellectual capital and Female Director as controls have no significant effect on Stock Return.*

Kata Kunci *Human Capital Efficiency, Structural Capital Efficiency, Capital employed Efficiency, Intellectual Capital, Stock Return*

I. PENDAHULUAN

Perkembangan investasi semakin besar di kalangan masyarakat Indonesia, hal ini dapat dilihat dari jumlah pertumbuhan investor di pasar modal. Berdasarkan data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) investor mencapai angka 8,1 juta per akhir Februari 2022. Namun di era persaingan yang kompetitif saat ini kegiatan operasional dari perusahaan yang akan di tuju perlu diperhatikan. Strategi untuk bertahan di tengah persaingan yang tidak menyebabkan kerugian sangat dibutuhkan sebuah perusahaan. Kinerja perusahaan dapat dilihat dari kondisi fundamental perusahaan, yang tercermin pada kinerja keuangan dan kondisi sumber daya manusia yang ada di perusahaan. Modal intelektual adalah salah satu asset yang harus dimiliki oleh sumber daya manusia jika ingin meningkatkan nilai dan daya saing sebuah perusahaan. Pada saat berinvestasi tujuan utamanya ialah mendapatkan keuntungan dari modal yang diserahkan kepada perusahaan sehingga modal tersebut berkembang dan dapat digunakan pada masa yang akan datang. Perusahaan tentunya juga mendapatkan keuntungan dari dana yang diserahkan investor untuk kegiatan operasional perusahaan. Investasi saham ini sangat menarik karena keuntungan yang didapatkan cukup besar dibandingkan dengan investasi yang lain. Namun resiko dari investasi saham ini juga tinggi. Untuk itu analisis investor diperlukan sebelum memutuskan investasi saham. Laporan keuangan dapat dijadikan bahan analisa investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Laporan keuangan berisi informasi terkait kondisi keuangan, arus kas, kinerja perusahaan, dan informasi dividen yang akan diterima oleh investor (Polii et al., 2019). Jika kondisi keuangan perusahaan dalam keadaan baik maka investor dapat berinvestasi dengan aman, semakin banyak investor yang berinvestasi maka akan berpengaruh terhadap harga saham dan akan mempengaruhi *stock return*.

II. LANDASAN TEORI

1. *Human Capital Efficiency* terhadap *Stock Return*

Human Capital Efficiency adalah pengetahuan dan informasi yang dipunyai oleh sumber daya manusia di suatu perusahaan yang dapat digunakan (Julianto & Susanto, 2017). Semakin banyak *value added* yang dapat dihasilkan dari uang yang sudah dikeluarkan oleh perusahaan memperlihatkan bahwa perusahaan tersebut sudah mengelola sumber daya manusia dengan maksimal sehingga bisa menghasilkan tenaga kerja yang berkualitas sehingga akan meningkatkan kinerja terhadap keuangan perusahaan. *Human capital* merupakan suatu kemampuan individu yang dimiliki perusahaan agar bisa memberikan solusi terhadap pelanggan. Selain itu, *human capital* merupakan sumber inovasi dan pembaharuan di dalam perusahaan (Fariana, 2014). *Human capital* harus disertakan dalam neraca keuangan bagian harta tak berwujud karena suatu organisasi memerlukan manusia agar organisasi tersebut dapat berjalan sesuai dengan rencana yang sudah ditetapkan. *Human capital* juga mengindikasikan kemampuan modal manusia dalam membuat nilai yang ada pada suatu perusahaan, semakin tinggi nilai yang diberikan, maka hal ini dapat diindikasikan bahwa *human capital efficiency* memberikan pengaruh positif terhadap *stock return*.

2. *Structural Capital Efficiency* terhadap *Stock Return*

Structural Capital merupakan sesuatu yang tidak mempunyai hubungan dengan manusia, terdiri dari, struktur organisasi, strategi, *database*, rangkaian proses dan segala sesuatu yang membuat nilai suatu perusahaan lebih tinggi dari nilai materilnya (Julianto & Susanto, 2017). Perusahaan yang mempunyai *structural capital* yang memumpuni akan mempunyai budaya yang dapat mendukung individu didalamnya agar selalu mencoba suatu hal baru, belajar hal-hal yang beragam dan merasakan kegagalan.

Structural capital bisa dikatakan sebagai infrastruktur yang hadir di dalam perusahaan seperti bentuk dari sistem internal perusahaan, jaringan terdistribusi, rantai nilai perusahaan dan sebagainya. *Structural capital* merupakan pengetahuan yang melekat di dalam rutinitas perusahaan dan aset tak berwujud yang juga merupakan properti milik perusahaan. Rasio ini dapat mengukur jumlah *structural capital* yang dibutuhkan dalam menghasilkan return dan indikasi bagaimana *structural capital* dalam menciptakan nilai. *Structural capital efficiency* dapat memberikan pengaruh negatif kepada *stock return* dikarenakan tidak ditemukannya bukti yang mengatakan bahwa *structural capital efficiency* memberikan pengaruh kepada *stock return* (Djamil et al., 2013).

3. *Capital Employed Efficiency* terhadap *Stock Return*

Agar memiliki gambaran yang cukup luas dari efisiensi sumber daya merupakan hal penting dalam modal fisik dan modal finansial yang dijadikan sebagai salah satu pertimbangan. Penghitungan terhadap *value added* dapat dilakukan dengan cara memperhitungkan nilai input dan output suatu perusahaan berdasarkan laporan keuangan. *Capital Employed Efficiency* memiliki pengaruh terhadap *stock return* yaitu terdapat pengaruh negatif *Capital employed Efficiency* terhadap *Stock Return* (Djamil et al., 2013).

4. *Value Added Intellectual Coefficient (VAIC)*

Model VAIC dirancang untuk memberikan informasi terkait efisiensi value creation dari *tangible* dan *intangible asset* dalam sebuah perusahaan (Soputra & Atmadja, 2017). VAIC merupakan sebuah metodologi pengukuran yang mudah digunakan untuk menghitung, memberikan pengukuran yang standar, konsisten, menggunakan data dari laporan keuangan yang dapat dipertanggungjawabkan daripada kuesioner yang telah diaudit (Soputra & Atmadja, 2017).

VAIC telah digunakan dalam berbagai analisis baik di tingkat regional dan nasional dengan tujuan untuk mempelajari kinerja perusahaan. Model VAIC ini juga ditujukan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menghasilkan nilai tambah (Stähle et al., 2011). Perhitungan VAIC didasarkan kepada *human capital*, *structural capital* dan *capital employed*. Berdasarkan definisi dan asumsi diatas, VAIC dapat dihitung sebagai jumlah dari angka efisiensi utama yang selanjutnya dihitung sebagai rasio (a) *Human Capital Efficiency* (b) *Structural Capital Efficiency* dan (c) *Capital Employed Efficiency*. Dengan demikian VAIC merupakan indeks relasional dimana nilai tambah yang dihasilkan dibandingkan dengan modal yang digunakan dan modal manusia seperti biaya pengeluaran karyawan (Stähle et al., 2011).

5. *Female director* terhadap *stock return*

Direktur perempuan tidak terlalu berdampak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Bahwa tingkat proporsi direktur perempuan terhitung kecil dan merupakan

salah satu alasan keberadaan direktur perempuan tidak terlalu berdampak yang signifikan terhadap kinerja perusahaan (Nadeem et al., 2019). Kita mengetahui Bersama bahwa kinerja perusahaan tidak hanya ditentukan oleh *gender* tetapi adanya atribut yang melekat. Tidak bisa dipungkiri kenyataan di lapangan bahwa perusahaan yang didominasi oleh keluarga dalam posisi jabatan direktur. Keadaan ini membuat keberadaan perempuan dalam jabatan tersebut berdasarkan hubungan kekeluargaan bukan berdasarkan kemampuan atau keahliannya. Sedangkan *stock return* dipengaruhi oleh kinerja perusahaan. Apabila semakin tinggi kualitas kinerja perusahaan maka semakin tinggi laba yang didapat yang akan berdampak kepada *stock return*. Dikarenakan kemampuan manajemen perusahaan yang mampu memanfaatkan modal saham yang ada (Onggo & Lekok, 2017). Sehingga direktur perempuan tidak berdampak kepada *stock return*, dikarenakan keberadaan direktur perempuan tidak terlalu berdampak terhadap kinerja perusahaan.

III. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dari laporan keuangan tahunan. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dan mempublikasikan laporan tahunannya di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dampak modal intelektual terhadap *stock return* perusahaan berdasarkan bukti di Indonesia.

Model Regresi Panel dalam membuat regresi data panel, dapat menggabungkan tiga pendekatan, yaitu pendekatan *common effect*, pendekatan *fixed effect* dan pendekatan *random effect*. Analisis Model Efek Umum (*Pooling Least Square*).

$$\beta_0 = \beta_0 + u_i, i = 1, \dots, nb.$$

Persamaan model yang digunakan

$$Y_{it} = \beta_0i + \beta_1X_{it} + \beta_2X_{it} + u_i + \epsilon_{it}$$

Y_{it} = Variabel dependen terikat observasi ke - i

Uji Regresi Model Uji Chow dalam membuat regresi data panel, dapat menggabungkan tiga pendekatan, yaitu pendekatan *common effect*, pendekatan *fixed effect* dan pendekatan *random effect*.

$$Chow = N - 1 / NT - N - K$$

IV. HASIL PENELITIAN

Pemilihan sampel didasarkan pada kriteria Analisis Hasil Penelitian Statistika Data Deskriptif Berikut ini adalah gambaran umum data pada Statistika Deskriptif menggunakan Eviews 10.

Tabel 4.1 Deskriptif Statistik

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SR	2155	-1	1249.746	2.14318	33.846571
HCE	2155	-662.797	3083074.903	3859.81291	95896.96333
SCE	2155	-42.663	76.142	0.75524	2.421301
CEE	2155	-6357123.766	10339961.64	579.83438	297509.59
VAIC	2155	-6357126.473	10339962.59	4440.40253	312577.9966
FD	2155	0	2	0.13899	0.179837
Valid N (listwise)	2155				

Tabel statistik deskriptif pada tabel 1 dapat dijelaskan bahwa sampel menggunakan 431 perusahaan selama observasi periode (5 tahun) yaitu 2017 hingga 2021, sehingga sampel yang digunakan adalah 2155 yang menunjukkan mean, median, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi.

Tabel 4.2 Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: UJI_FEM			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.983024	(786,3143)	0.6148
Cross-section Chi-square	864.934044	786	0.0259

Hasil tabel pengujian di atas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *cross section* chi-square adalah 0,0259 atau $< 0,05$, maka data panel regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model* (FEM) yang lebih baik dari pada *common effect model* (CEM). Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel, untuk menguji spesifikasi model dan kesesuaian teori dengan kenyataan. Model jangan sampai persegi biasa (OLS) atau efek umum model (CEM) Uji Hausman (Efek Tetap Efek Acak).

Tabel 4.3 Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: UJI_REM			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.359068	5	0.9964

Hasil tabel pengujian di atas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *random cross section* adalah 0,9964 atau $> 0,05$, maka data panel regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah Model Efek Acak (REM) yang lebih baik daripada Model Efek Tetap (FEM).

Tabel 4.4 Uji Hasil Hipotesis

Dependent Variable: SR				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 08/02/22 Time: 21:00				
Sample: 2017 2021				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 787				
Total panel (balanced) observations: 3935				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.483980	0.507003	2.926964	0.0034

HCE	-4.43E-07	6.86E-06	-0.064595	0.9485
SCE	0.066113	0.212315	0.311392	0.7555
CEE	-7.28E-08	8.63E-06	-0.008430	0.9933
VAIC	3.54E-07	8.42E-06	0.042023	0.9665
FD	-1.318680	2.522441	-0.522779	0.6012
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			26.42182	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.000099	Mean dependent var		1.389281
Adjusted R-squared	-0.001174	S.D. dependent var		26.36144
S.E. of regression	26.37691	Sum squared resid		2733568.
F-statistic	0.077450	Durbin-Watson stat		1.257743
Prob(F-statistic)	0.995670			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.000099	Mean dependent var		1.389281
Sum squared resid	2733568.	Durbin-Watson stat		1.257743

Hasil uji-t pada setiap indikator yaitu HCE, SCE, CEE, VAIC dan FD sebagai kontrol terhadap *stock return* menampilkan hasil bahwa, HCE tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *stock return* (H1) dengan nilai sig. 0.948 selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Muna & Prastiwi (2014) dan Nilamsari & Supatmi (2015), Onggo & Lekok (2017), Julianto & Susanto (2017). Hal ini menjelaskan bahwa kemampuan individu yang dimiliki perusahaan tidak akan mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. SCE tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *stock return* (H2), hal ini dikarenakan SCE memiliki nilai sig. 0.7555 dimana >0.05 . Artinah & Muslih (2011) menjelaskan bahwa SCE tidak mempengaruhi *stock return* dikarenakan karyawan yang belum mampu memberikan kreativitas sehingga tidak memberikan keunggulan dalam bersaing. Pendapat serupa juga di jelaskan pada hasil penelitian Onggo & Lekok (2017), Aprilia, D., Isbanah (2019), Appuhami (2007) serta Wakilifard & Rasouli (2013), Setyawati & Irwanto (2020) yang menyatakan bahwa SCE tidak berpengaruh terhadap *stock return*. Hasil penelitian dari Julianto & Susanto (2017) menggambarkan bahwa jumlah infrastruktur yang dimiliki perusahaan tidak akan mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. CEE tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *stock return* (H3) (Onggo & Lekok, 2017). Hal ini menggambarkan bahwa modal aset yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. VAIC. Hasil pengujian dengan regresi data panel analisis dengan model efek umum menunjukkan bahwa t-hitung untuk variabel independen VAIC adalah 0.966 yang dimana berarti besar dari 0.05 sehingga ini membuktikan bahwa VAIC tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return*. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Maditinos et al. (2011), Dženopoljac et al. (2016). Hal ini dikarenakan perusahaan masih focus pada pengembangan aset fisik dan belum maksimalnya perusahaan meningkatkan aset intelektual, maka hal ini menggambarkan bahwa modal aset yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. FD

terbukti tidak memiliki pengaruh terhadap stock return, pada hasil nilai sig. 0.6012 dimana nilai tersebut $>0,05$. Hasil ini selaras dengan penelitian dari Onggo & Lekok (2017) menyatakan bahwa *stock return* dipengaruhi oleh kinerja perusahaan. Apabila semakin tinggi kualitas kinerja perusahaan maka semakin tinggi laba yang didapat yang akan berdampak kepada stock return. Sedangkan keberadaan FD tidak terlalu berdampak terhadap kinerja perusahaan.

V. KESIMPULAN

Hasil penelitian dan pembahasan yang digunakan sesuai dengan tujuan hipotesis yang dilakukan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa HCE tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *stock return*, maka dari itu kemampuan suatu individu yang dimiliki perusahaan tidak akan mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. SCE tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap stock return dikarenakan karyawan yg belum mampu memberikan kreativitas sehingga tidak memberikan keunggulan dalam bersaing dan jumlah infrastruktur yang dimiliki perusahaan tidak akan mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. CEE tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap stock return, hal ini menggambarkan bahwa modal aset yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. VAIC tidak berpengaruh signifikan terhadap stock return karena perusahaan masih fokus pada pengembangan asset fisik dan belum maksimalnya perusahaan meningkatkan aset intelektual, maka hal ini menggambarkan bahwa modal aset yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi keputusan pemegang saham dalam melakukan investasi. FD terbukti tidak memiliki pengaruh terhadap *stock return*. Hal ini dikarenakan FD tidak terlalu berdampak terhadap kinerja perusahaan dan kita ketahui *stock return* dipengaruhi oleh kinerja perusahaan sehingga FD tidak berdampak kepada stock return.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penelitian ini dibuat guna mendukung perkembangan akademik Indonesia, dengan rangkumnya penelitian ini, kami mengucapkan terima kasih kepada civitas akademika Universitas Internasional Batam, serta para peneliti sebelumnya yang mendukung dalam proses penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Appuhami, B. a R. (2007). The Impact of Intellectual Capital on Investors ' Capital Gains on Shares : An Empirical Investigation of Thai Banking , Finance & Insurance Sector. *Management Review*, 3(2), 14–25.
- Aprilia, D., Isbanah, Y. (2019). Pengaruh Intellectual Capital terhadap Return Saham melalui Kinerja Keuangan pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI tahun 2012-2017. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(1), 13–25.
- Artinah, B., & Muslih, A. (2011). Pengaruh Intellectual Capital terhadap Capital Gain (Studi Empiris terhadap Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Spread*, 1(1), 9–22.
- Djamil, A. B., Razafindrabinina, D., & Tandean, C. (2013). The Impact of

Intellectual Capital on a Firm's Stock Return: Evidence from Indonesia. *Journal of Business Studies Quarterly*, 5(2).

Dženopoljac, V., Janošević, S., & Bontis, N. (2016). Intellectual capital and financial performance in the Serbian ICT industry. *Journal of Intellectual Capital*, 17(2), 373–396. <https://doi.org/10.1108/JIC-07-2015-0068>

Fariana, R. (2014). Pengaruh Value Added Capital Employed (VACA), Value Added Human Capital (VAHU) dan Structural Capital Value Added (STVA) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Jasa Keuangan Yang Go Public Di Indonesia. *Majalah Ekonomi*, XVIII(2), 79–108.

Julianto, T., & Susanto, Y. K. (2017). Value Added Intellectual Coefficient dan Stock Return. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 7(1), 79–88. <https://www.mikroskil.ac.id/ejurnal/index.php/jwem/article/view/453/227>

Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., & Theriou, G. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 12(1), 132–151. <https://doi.org/10.1108/14691931111097944>

Muna, N., & Prastiwi, A. (2014). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Return Saham Melalui Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Real Estate Dan Properti Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Tahun 2010-2012. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 1–15. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>

Nadeem, M., Farooq, M. B., & Ahmed, A. (2019). Does female representation on corporate boards improve intellectual capital efficiency? *Journal of Intellectual Capital*, 20(5), 680–700. <https://doi.org/10.1108/JIC-01-2019-0007>

Nilamsari, D. P., & Supatmi. (2015). Dampak Intellectual Capital Terhadap Capital Gain Pada Lembaga Keuangan. *Conference in Business, Accountig, and Management*, 2(1), 11–26.

Onggo, B., & Lekok, W. (2017). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Stock Return pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 19(2), 82–90. <http://jurnaltsm.id/index.php/JBA/article/view/301>

Polii, J. C., Sabijono, H., & Elim, I. (2019). Analisis Laporan Arus Kas Untuk Menilai Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Telekomunikasi Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 7(3), 4096–4105.

Setyawati, E. P., & Irwanto, A. (2020). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Airlangga*, 30(2), 100. <https://doi.org/10.20473/jeba.v30i22020.100-113>

Soputra, A. A., & Atmadja, A. S. (2017). Pengaruh Intellectual Capital terhadap Stock

Return dengan Mediasi Return On Assets. *Business Accounting*, 5(2), 673–684.

Stähle, P., Stähle, S., & Aho, S. (2011). Value added intellectual coefficient (VAIC): A critical analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 12(4), 531–551. <https://doi.org/10.1108/14691931111181715>

Vakilifard, H., & Rasouli, M. S. (2013). The Relationship Between Intellectual Capital and Income Smoothing and Stock Returns (Case in Medicinal Companies). *Financial Assets and Investing*, 2(3), 1–6.