

## **Investigating the Determinants of Companies’ Values: Evidence from Indonesia**

**Nazla Raisaleni**

Universitas Lambung Mangkurat

**Muhammad Hudaya**

Universitas Lambung Mangkurat

**Abstract:** *This research aims to assess the influence of intellectual capital, company size, and composition of capital structure towards the value of the companies, both directly and indirectly with financial performance as a mediating variable. Researchers employed structural equation modelling (SEM) approach to measure direct and indirect influence among variables researched. The research was conducted on the non-oil and gas manufacturing companies because there is a declining contribution of this sector on Indonesia’s GDP. The population for the non-oil and gas manufacturing companies listed the Indonesia Stock Exchange (IDX) is 177 companies, the top 50 companies are then taken as the sample of this research during the period 2014-2018. The research shows that intellectual capital affected financial performance, while the size of the company and the capital structure did not. Furthermore, financial performance, intellectual capital and capital structure influenced the value of the company directly, it is not the case for the size of the company. They key findings of this research is that intellectual capital has significant influence directly and indirectly towards the value of the companies, the better intellectual capital, the higher the value and vice versa. The contribution of this research unveils the answer of the question lingering in public sphere, why import on manufacturing products is increasing, one of the factors is low competitiveness of intellectual capital of Indonesia’s non-oil and gas manufacturing sector.*

**Keywords:** *intellectual capital, financial performance, companies values, Indonesia*

***Investigating the Determinants of Companies' Values: Evidence from Indonesia***

**Abstract:** *This research aims to assess the influence of intellectual capital, company size, and composition of capital structure towards the value of the companies, both directly and indirectly with financial performance as a mediating variable. Researchers employed structural equation modelling (SEM) approach to measure direct and indirect influence among variables researched. The research was conducted on the non-oil and gas manufacturing companies because there is a declining contribution of this sector on Indonesia's GDP.*

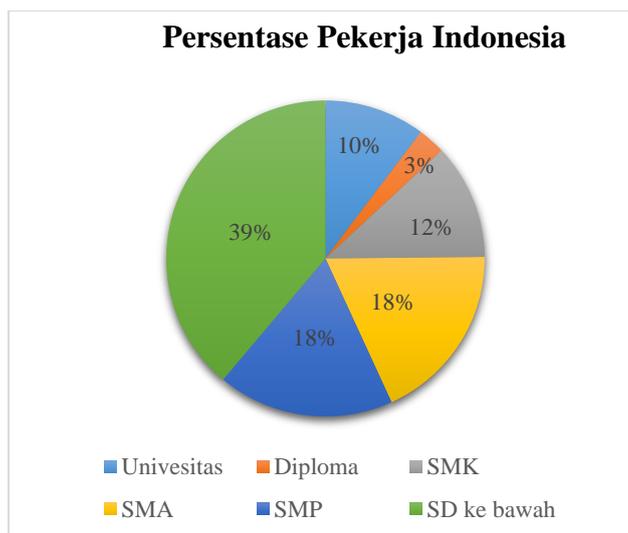
*The population for the non-oil and gas manufacturing companies listed the Indonesia Stock Exchange (IDX) is 177 companies, the top 50 companies are then taken as the sample of this research during the period 2014-2018.*

*The research shows that intellectual capital affected financial performance, while the size of the company and the capital structure did not. Furthermore, financial performance, intellectual capital and capital structure influenced the value of the company directly, it is not the case for the size of the company. The key findings of this research is that intellectual capital has significant influence directly and indirectly towards the value of the companies, the better intellectual capital, the higher the value and vice versa. The contribution of this research unveils the answer of the question lingering in public sphere, why import on manufacturing products is increasing, one of the factors is low competitiveness of intellectual capital of Indonesia's non-oil and gas manufacturing sector.*

**Keywords:** *intellectual capital, financial performance, companies values, Indonesia*

## **PENDAHULUAN**

Tingkat intelektual karyawan perusahaan diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan tersebut. Intelektual umumnya dinilai dari tingkat pendidikan yang diambil. Berdasarkan data yang dirilis oleh Badan Pusat Statistik (BPS) pada tahun 2020 bahwa persentase pekerja di Indonesia berdasarkan tingkat pendidikan masih didominasi oleh lulusan SD (sekolah dasar) yaitu sebesar 39% dan hanya 13% yang lulusan perguruan tinggi. Hal ini artinya potensi pekerja Indonesia untuk menciptakan nilai perusahaan (*creating values*) yang lebih tinggi juga masih terbatas karena masih rendahnya tingkat literasi dan pengetahuan (*knowledge*) yang mereka miliki.

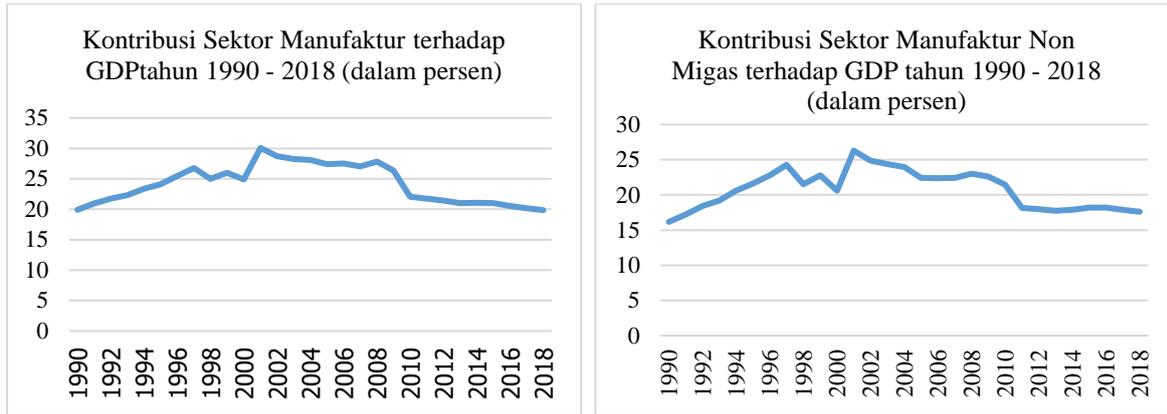


**Gambar 1**  
**Profil Pekerja di Indonesia Menurut Tingkat Pendidikan**  
**Sumber: Badan Pusat Statistik (2020)**

Kenyataan diatas tentunya patut disayangkan karena modal intelektual yang dimiliki karyawan memiliki peranan besar dalam sebuah perusahaan, terutama perusahaan sektor manufaktur non migas. Sektor manufaktur memiliki peranan penting dalam memproduksi kebutuhan masyarakat Indonesia dalam kehidupan sehari-hari. Oleh karena itu, produk yang dihasilkan sektor manufaktur non migas dan kemampuan bersaing di pasar tergantung pada modal intelektual karyawan perusahaan.

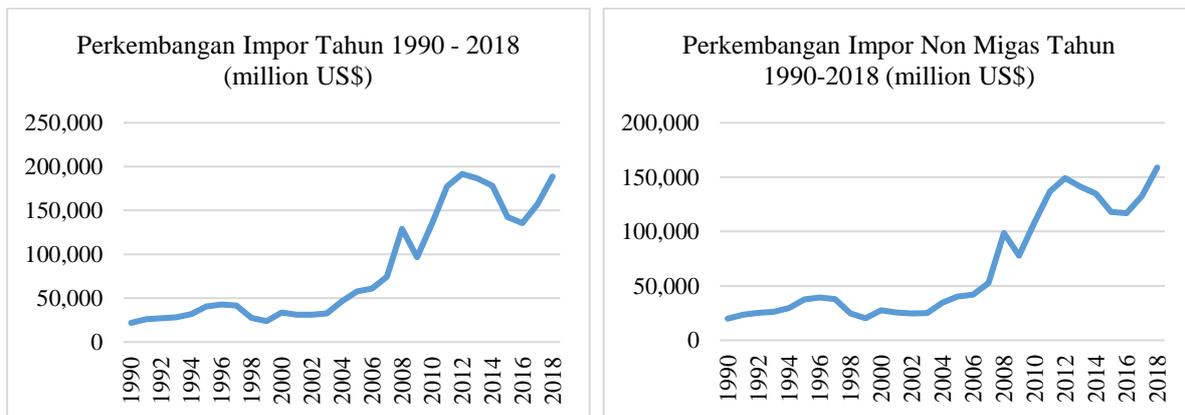
Rendahnya tingkat pendidikan dan *skill* yang dimiliki masyarakat menjadi alasan bagi pemerintah Indonesia untuk melaksanakan program Kartu Prakerja. Mekanisme pelaksanaan program ini berupa pelatihan kepada peserta dengan harapan dapat mempersiapkan angkatan kerja agar memiliki modal intelektual dan *skill* yang baik. Dengan demikian, adanya perhatian dari pemerintah terhadap keterampilan masyarakat menjadi tanda bahwa modal intelektual merupakan suatu faktor penting yang harus dikelola dengan baik.

Modal intelektual yang dimiliki karyawan pada sektor manufaktur non migas diharapkan dapat menghasilkan produk yang meningkatkan kontribusi sektor manufaktur terhadap GDP (*Gross Domestic Product*). Pada tahun 2001 kontribusi sektor manufaktur terhadap GDP mencapai puncak kontribusinya, yaitu sebesar 30,07% untuk total keseluruhan dan 26,3% untuk industri non migas. Namun, hal ini tidak bertahan lama karena sejak 2002 kontribusi sektor manufaktur terhadap GDP cenderung menurun dan berfluktuasi. Menurut The Jakarta Post (2019), penurunan ini adalah sinyal dari deindustrialisasi yang terjadi di sektor manufaktur.



**Gambar 2**  
**Kontribusi Sektor Manufaktur terhadap GDP tahun 1990 - 2018**  
**Sumber: Badan Pusat Statistik Indonesia (1990 – 2019)**

Modal intelektual yang rendah akan menurunkan kemampuan bersaing perusahaan manufaktur non migas dalam memproduksi dan memenuhi kebutuhan masyarakat. Hal ini tergambar dalam penurunan kontribusi sektor manufaktur non migas terhadap GDP sehingga menjadi peluang besar bagi para importir untuk menjual produk asing di Indonesia. Para importir ini tidak hanya menyediakan barang-barang yang tidak mampu diproduksi oleh sektor manufaktur Indonesia, akan tetapi juga menjadi pesaing besar dalam hal kualitas pada produk yang sudah ada di Indonesia. Dengan demikian, kemampuan bersaing suatu perusahaan tidak terlepas dari modal intelektual perusahaan tersebut.



**Gambar 3**  
**Perkembangan Impor Tahun 1990 – 2018**  
**Sumber: Badan Pusat Statistik Indonesia (1990 – 2019)**

**Tabel 1**  
**Perbandingan Kontribusi Sektor Manufaktur terhadap GDP dan Perkembangan**  
**Impor Sektor manufaktur Non Migas Tahun 2013-2018**

Tahun	Kontribusi Sektor Manufaktur Non Migas terhadap GDP		Perkembangan Impor Sektor Manufaktur Non Migas	
	Persentase (%)	Keterangan	Total (Million US\$)	Keterangan
2013	17.74		141,362.3	
2014	17.89	Meningkat	134,718.9	Menurun
2015	18.21	Meningkat	118,081.6	Menurun
2016	18.21	Tetap	116,913.0	Menurun
2017	17.88	Menurun	132,669.3	Meningkat
2018	17.62	Menurun	158,842.5	Meningkat

Sumber: Badan Pusat Statistik Indonesia (2013 – 2019)

Berdasarkan pada data yang dicatat oleh Badan Pusat Statistik tersebut, kontribusi sektor manufaktur non migas terhadap GDP dan perkembangan impor untuk tahun 2014 – 2018 memiliki grafik yang bertolak belakang. Terjadi peningkatan kontribusi sektor manufaktur pada tahun 2014 – 2015, sedangkan pertumbuhan impor tahun 2014 – 2016 cenderung menurun. Untuk tahun 2017 – 2018, kontribusi sektor manufaktur mengalami penurunan dan pertumbuhan impor cenderung meningkat. Dengan demikian, hal ini menunjukkan bahwa ada faktor yang dapat meningkatkan kontribusi sektor manufaktur terhadap GDP untuk menurunkan tingkat pertumbuhan impor, yaitu pengelolaan yang baik pada modal intelektual perusahaan.

Pertumbuhan impor di Indonesia umumnya dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, seperti cita rasa yang dimiliki masyarakat terhadap barang luar negeri, ketidakmampuan negara untuk memproduksi suatu barang, efek inflasi dalam negeri, dan kemampuan teknologi negara lain untuk menghasilkan barang yang lebih baik dari segi kualitas (Sukirno, 2004). Di samping itu, pertumbuhan impor dapat menurun apabila Indonesia mempunyai kemampuan untuk mengeluarkan barang-barang yang dapat bersaing di pasaran (Sukirno, 2004). Modal intelektual pada perusahaan manufaktur dalam meningkatkan kualitas dan menciptakan nilai pada produk menjadi salah satu faktor yang dapat meningkatkan daya saing produk lokal. Dengan demikian, pertumbuhan impor di Indonesia tidak terlepas dari faktor-faktor tersebut.

Berdasarkan pada fenomena yang terjadi di atas, suatu keharusan bagi perusahaan manufaktur non migas untuk melakukan pengelolaan yang baik terhadap modal intelektual perusahaan. Pergerakan nilai perusahaan ke arah yang lebih baik diyakini sebagai hasil dari pengelolaan modal intelektual (Isvara, Wahyuni, & Julianto, 2017). Pengetahuan dalam modal intelektual dapat berupa kompetensi, pengalaman, kemampuan dan informasi yang ada pada karyawan dalam menggunakan kemajuan teknologi untuk menciptakan nilai (*value creation*)

pada produk yang ditawarkan kepada pelanggan. Hal ini diyakini dapat menggerakkan kinerja keuangan perusahaan. Dengan demikian, respons investor terhadap kinerja keuangan yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan tersebut sehingga strategi bisnis yang berfokus pada pengelolaan modal intelektual menjadi pilihan yang baik bagi perusahaan.

Kinerja modal intelektual harus menjadi perhatian besar bagi perusahaan pada era globalisasi ini meskipun tidak secara gamblang disajikan dalam laporan keuangan, karena keuntungan dari pengelolannya dapat menggerakkan nilai perusahaan (Isvara, Wahyuni, & Julianto, 2017). Meskipun demikian, masih terdapat *gap* pada hasil penelitian sebelumnya. Lestari dan Sapitri (2016) dalam penelitiannya tidak menemukan adanya pengaruh modal intelektual dalam upaya peningkatan nilai perusahaan.

Penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh dari pengelolaan modal intelektual yang merupakan aset tak berwujud saja. Peneliti juga akan menguji pengaruh ukuran perusahaan yang tercermin dalam aset perusahaan dan pengaruh komposisi struktur modal dalam mendanai aset. Oleh karena itu, peneliti dapat mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara langsung dan tidak langsung yang dimediasi oleh kinerja keuangan.

Kesan yang dimiliki perusahaan raksasa dapat menggiring penilaian para investor ke arah yang lebih baik (Novari & Lestari, 2016). Investor memandang perusahaan yang berukuran besar memiliki stabilitas keuangan yang baik sehingga mereka dapat berekspektasi besar pada perolehan dividen dan laba yang akan dibagikan. Potensi *return* investasi yang menjanjikan akan menarik minat keputusan investasi. Akibatnya, harga saham perusahaan pun mengalami peningkatan. Oleh karena itu, aset yang besar menjadi salah satu bahan pemikiran dalam keputusan investasi.

Pengaruh ukuran aset pada tingginya profit dan harga saham perusahaan dapat ditelaah lebih jauh untuk menemukan faktor lainnya. Pada umumnya, aset yang menunjukkan besarnya suatu perusahaan dihasilkan dari dua jenis pendanaan, yaitu liabilitas (hutang) dan ekuitas (modal sendiri/dari investor). Bagaimana aset perusahaan dibiayai inilah yang disebut dengan struktur modal. Jumlah pinjaman eksternal yang besar akan memberikan keuntungan bagi perusahaan apabila dalam porsi yang optimal, akan tetapi juga akan meningkatkan kecemasan para investor atas potensi terjadinya kebangkrutan (Brigham & Houston, 2011). Dengan demikian, komposisi struktur modal juga harus diperhatikan karena diyakini dapat menggerakkan kinerja keuangan dan *value* perusahaan.

Sektor manufaktur non migas terbesar di Indonesia dipilih sebagai objek pada penelitian ini. Perusahaan ini diyakini sebagai garda depan yang bertarung untuk melawan para importir dari luar negeri, sedangkan perusahaan-perusahaan kecil tidak sebanding dengan para importir

tersebut. Berdasarkan fenomena yang terjadi dan *gap* hasil penelitian sebelumnya, tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji 1) apakah nilai perusahaan dapat secara langsung digerakkan oleh modal intelektual, ukuran perusahaan, dan struktur modal?, 2) apakah pengaruh tidak langsung antara kinerja modal intelektual, ukuran perusahaan, dan struktur modal terhadap *value* perusahaan dapat dimediasi oleh kinerja keuangan?

## **LANDASAN TEORI**

### ***Stakeholders Theory***

*Stakeholders* dapat didefinisikan sebagai kumpulan individu yang melakukan investasi atau memiliki kepentingan dalam operasi bisnis suatu perusahaan. Setiap *stakeholders* dalam perusahaan dapat memberikan pengaruh atau dipengaruhi dalam pelaksanaan bisnis yang dijalankan (Ademola, 2014).

Teori *stakeholders* terbagi menjadi dua bagian, yaitu etika dan manajerial. Berdasarkan pada konsep etika, perusahaan harus menciptakan keadilan pada seluruh *stakeholders* (Deegan, 2014). Penciptaan nilai (*value creation*) merupakan parameter bahwa perusahaan telah memenuhi konsep etika pada teori ini. Penciptaan nilai dapat tercapai ketika perusahaan mampu memanfaatkan dan mengelola seluruh sumber daya yang dimiliki perusahaan, baik sumber daya yang berupa modal intelektual maupun aset perusahaan. Nilai tambah (*value added*) yang dihasilkan dari pengelolaan modal intelektual dan aset perusahaan inilah yang digunakan untuk merealisasikan keadilan pada *stakeholders*. Salah satu keadilan yang harus terealisasi adalah hak investor untuk mendapatkan *return* dari investasi yang mereka tanamkan. Dengan demikian, nilai perusahaan mengalami peningkatan apabila perusahaan mampu memenuhi konsep etika dari teori *stakeholders* tersebut.

*Stakeholders theory* adalah genre teori yang mampu mencakup berbagai inti etika. Hal ini merupakan upaya eksplisit untuk menjawab dua pertanyaan yang dihadapi semua perusahaan, yaitu apa tujuan perusahaan dan kepada siapa perusahaan memiliki kewajiban dan tuntutan yang harus dipenuhi (Parmar, et al., 2010). Teori tersebut sejalan dengan konsep etika pada paragraf sebelumnya, bahwa perusahaan memiliki tujuan untuk menghasilkan keuntungan dengan harapan dapat memenuhi kewajiban perusahaan terhadap para *stakeholders*. Dengan demikian, pengelolaan modal intelektual dan pemanfaatan aset perusahaan merupakan sumber daya yang dapat merealisasikan kewajiban tersebut.

Konsep manajerial menjelaskan bahwa *stakeholders* memiliki berperan dalam mempengaruhi manajemen perusahaan agar dapat memanfaatkan seluruh sumber daya untuk kesejahteraan mereka. *Stakeholders* yang memiliki pengaruh besar akan memiliki *power* untuk

menentukan sumber daya yang digunakan oleh perusahaan dalam menciptakan nilai, seperti halnya desakan untuk mengelola modal intelektual dan aset perusahaan dengan baik. Kontrol yang dilakukan oleh *stakeholders* ini bertujuan untuk kelangsungan hidup dan kesuksesan perusahaan sehingga tuntutan dan kesejahteraan *stakeholders* dapat terpenuhi (Deegan, 2014).

Konsep manajerial terjadi ketika *stakeholders* mengontrol sumber daya yang penting bagi perusahaan dan perusahaan cenderung merespons dengan cara yang memenuhi tuntutan pemangku kepentingan (Ullmann, 1985). Kekuatan para *stakeholders* dapat membentuk komando agar perusahaan menggunakan sumber daya yang dimiliki dengan baik, salah satunya yaitu pengelolaan terhadap modal intelektual karyawan. Namun, apabila kekuatan *stakeholders* rendah, tuntutan mereka cenderung diabaikan oleh perusahaan.

### ***Trade-Off Theory***

*Trade-Off Theory* merupakan teori yang melandasi komposisi struktur modal. Penggunaan hutang dapat memberikan manfaat dengan adanya pengurangan pajak yang ditanggung dan dapat menggiring perusahaan pada potensi terjadinya kebangkrutan (Brigham & Houston, 2011). Perusahaan yang memilih untuk menggunakan hutang sebagai pendanaan dapat memanfaatkan tanggungan atas beban bunga sebagai pengurang *Earning Before Tax* (EBIT) sehingga Pendapatan Kena Pajak (PKP) menyusut dan pajak yang ditanggung perusahaan juga berkurang. Dengan demikian, perusahaan akan mendapatkan keuntungan apabila pengurangan beban pajak lebih besar di bandingkan dengan beban bunga yang harus dibayarkan perusahaan.

Perusahaan dapat memperoleh struktur modal yang optimal dengan menukar biaya penggunaan hutang (beban bunga) dengan keuntungan mereka (Jahanzeb, Rehman, Bajuri, Karami, & Ahmadimousaabad, 2013). Perlindungan pajak merupakan manfaat utama dari penggunaan hutang, karena beban bunga akan menurunkan beban pajak perusahaan ketika struktur modal optimal. Namun, ketika perusahaan mempunyai terlalu banyak hutang, biaya potensi kesulitan keuangan merupakan sebuah kerugian bagi perusahaan. Dengan demikian, perusahaan harus memiliki struktur modal yang optimal agar memberikan keuntungan bagi perusahaan dari segi kinerja keuangan maupun nilai perusahaan.

### **Modal Intelektual**

Modal intelektual dapat didefinisikan sebagai modal yang terdiri dari materi intelektual dalam suatu perusahaan. Untuk dianggap sebagai modal intelektual, pengetahuan harus menjadi aset yang dapat digunakan untuk menciptakan kekayaan, seperti halnya bakat dan

keterampilan karyawan sebagai tenaga kerja, jaringan teknologi dan sosial, serta perangkat lunak yang menghubungkan sumber daya dan teknologi. Dengan demikian, secara sederhana dapat dikatakan bahwa modal intelektual sebagai pengetahuan untuk mengubah bahan mentah dan membuatnya lebih berharga dan mempunyai nilai (Stewart, 1998).

Kinerja yang dicapai oleh modal intelektual tidak dilaporkan secara gamblang dan jelas dalam Laporan Keuangan. Modal intelektual masuk dalam kategori aset tak berwujud yang diatur dalam PSAK 19 revisi tahun 2010 yang dilandasi oleh IAS 38 tentang *intangible assets*. Namun, kedua standar akuntansi tersebut membahas aset tak berwujud secara umum, tidak secara khusus memberikan penjelasan mengenai modal intelektual (Ulum I. , 2016).

### **Ukuran Perusahaan**

Perusahaan besar umumnya akan relatif stabil dari segi finansial dan mampu menghasilkan profit, karena memiliki sumber daya yang dapat memfasilitasi bisnis dengan skala yang besar. Besarnya bisnis yang dijalankan perusahaan diyakini berbanding lurus dengan tingkat laba yang dihasilkan. Dengan demikian, besar kecilnya profit yang dihasilkan tergantung pada besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Octaviany, Hidayat, & Miftahudin, 2019).

### **Struktur Modal**

Struktur modal (*Capital Structure*) dapat menggambarkan komposisi dalam pembiayaan yang terdiri dari liabilitas dan ekuitas. Apabila proporsi hutang yang dimiliki perusahaan berada di bawah target atau titik optimum, maka perusahaan dapat menambah hutangnya dengan harapan penggunaan hutang dapat memberikan manfaat bagi perusahaan. Namun, apabila rasio hutang melampaui titik optimum, maka perusahaan perlu untuk menjual saham untuk menambah proporsi ekuitas dalam perusahaan tersebut (Margaretha, 2011).

Struktur modal suatu perusahaan tidak lepas dari yang namanya *leverage* keuangan (*financial leverage*). *Leverage* keuangan menjelaskan adanya beban tetap yang harus ditanggung perusahaan atas penggunaan hutang dalam pembiayaan (Sartono, 2008). Kebijakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya dengan menggunakan modal pinjaman yang dikenai beban bunga tetap merupakan penerapan dari *Financial Leverage*. Perubahan pada tingkat EBIT yang dihasilkan oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi jumlah beban bunga tetap yang menjadi tanggung jawab perusahaan. Dengan demikian, kondisi apapun yang dihadapi perusahaan beban bunga harus tetap dibayar sebesar yang telah ditetapkan di awal.

## **Kinerja Keuangan**

Kinerja keuangan menjelaskan capaian perusahaan secara finansial atas bisnis yang dijalankan dari awal tahun sampai pada saat tutup buku di akhir tahun. Rasio profitabilitas sering kali menjadi parameter perusahaan dan pasar modal dalam menentukan prestasi finansial. Rasio ini dapat menunjukkan seberapa besar pengembalian yang dapat dihasilkan ketika perusahaan menggunakan aset atau modal perusahaan sebagai sumber daya yang memfasilitasi bisnis (Margaretha, 2011).

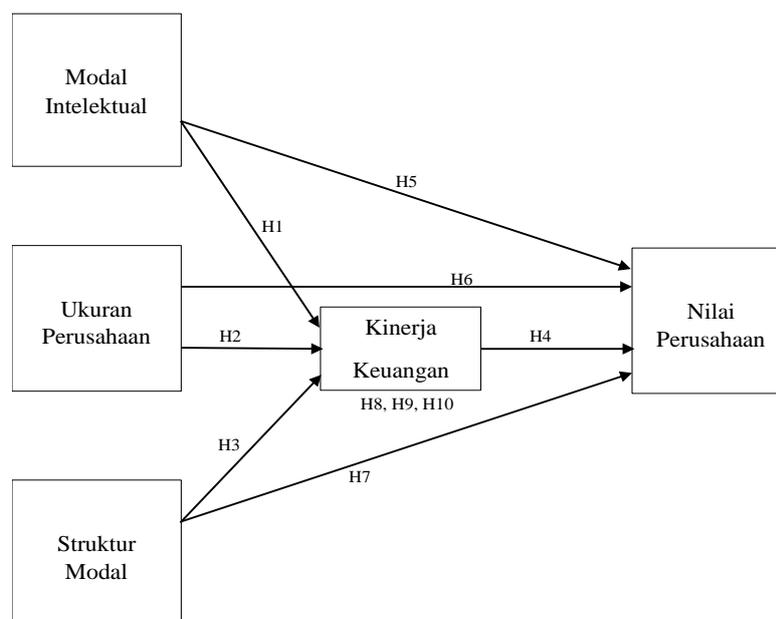
## **Nilai Perusahaan**

Nilai Perusahaan menggambarkan kuantitas permintaan atas saham perusahaan. Permintaan yang tinggi menunjukkan adanya kepercayaan yang diberikan investor dan investor potensial terhadap perusahaan sehingga harga saham naik seiring dengan tingginya permintaan tersebut. Rekam jejak aktivitas bisnis yang dilakukan oleh suatu perusahaan dapat menjadi acuan bagaimana pandangan masyarakat terhadap suatu perusahaan. Dengan demikian, perilaku bisnis yang baik akan membentuk citra dan nilai yang baik (Muid & Noerirawan, 2012).

## **PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Model Penelitian**

Model penelitian ini dibuat dengan berlandaskan pada penelitian terdahulu mengenai hubungan antar variabel yang diujikan agar dapat dikembangkan lebih lanjut.



**Gambar 4**  
**Model Penelitian**

## **Pengembangan Hipotesis**

### **Pengaruh Modal Intelektual terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan**

Kompetensi karyawan yang disebut dengan modal intelektual bertujuan agar perusahaan dapat menciptakan produk yang bernilai di kalangan konsumen sehingga dapat mencapai keunggulan kompetitif. Menurut Isvara, Wahyuni, & Julianto (2017), pengelolaan modal intelektual diyakini dapat memberikan kontribusi pada kinerja keuangan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub>: Modal intelektual berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan**

Kinerja keuangan umumnya dapat dipengaruhi oleh besarnya bisnis yang dijalankan. Perusahaan raksasa sering kali menjalankan bisnis dengan ukuran yang besar pula. Menurut Octaviany, Hidayat, & Miftahudin (2019), aset yang semakin besar akan membawa perusahaan pada tingkat profitabilitas yang semakin baik. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>2</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan**

Peningkatan proporsi hutang dalam pembiayaan diyakini dapat meningkatkan pendapatan bersih. Menurut Hamidy, Wiksuana, & Artini, (2015), pendapatan bersih yang dihasilkan perusahaan akan meningkat apabila penurunan beban pajak lebih besar dibandingkan beban bunga yang ditanggung atas pinjaman eksternal. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>3</sub>: Struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan

### **Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

Laba yang tinggi akan direpons baik oleh para investor sehingga perusahaan akan mendapatkan pendanaan yang cukup untuk meningkatkan kembali kemampuan tersebut. Menurut Octaviany, Hidayat, & Miftahudin (2019), investor memperhatikan tingkat profitabilitas suatu perusahaan dalam keputusan investasinya. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>4</sub>: Kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan**

Keberadaan modal intelektual mulai disadari oleh para investor sebagai modal yang dapat menggambarkan kompetensi dan keterampilan karyawan pada perusahaan untuk mengembangkan bisnis yang dijalankan, terutama untuk inovasi barang yang diproduksi. Menurut Isvara, Wahyuni, & Julianto (2017) peningkatan harga saham merupakan respons dari naiknya nilai perusahaan seiring dengan baiknya pengelolaan terhadap modal intelektual perusahaan tersebut. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>5</sub>: Modal intelektual berpengaruh terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

*Privilage* dari kepemilikan aset perusahaan yang besar sebagai fasilitas operasional bisnis diyakini dapat menggerakkan nilai perusahaan. Menurut Prasetyorini (2013), investor memberikan keputusan investasi berdasarkan pada ukuran perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>6</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan**

Perusahaan dapat menggunakan hutang sebagai sumber dana untuk ekspansi bisnis perusahaan. Hal ini merubah pola pikir para investor yang tidak lagi menganggap hutang sebagai risiko, akan tetapi sebagai sebuah potensi ekspansi. Menurut Hamidy, Wiksuana, & Artini (2015), proporsi hutang pada suatu perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>7</sub>: Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi oleh Kinerja Keuangan Perusahaan**

Menurut Sunarsih & Mandra (2012), tingkat profitabilitas dapat menjadi perantara dalam hubungan kinerja modal intelektual terhadap *value* yang dimiliki perusahaan. Kompetensi karyawan dalam menghasilkan produk yang diminati konsumen dapat menggerakkan tingkat profitabilitas. Respons pasar modal pun akan semakin baik seiring dengan tingginya tingkat profitabilitas perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>8</sub>: Kinerja keuangan memediasi pengaruh tidak langsung antara modal intelektual terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi oleh Kinerja Keuangan Perusahaan**

Menurut Octaviany, Hidayat & Miftahudin (2019), kinerja keuangan menjembatani hubungan antara ukuran perusahaan dan *value* perusahaan. Perusahaan raksasa dengan bisnis yang luas diyakini dapat menunjukkan potensi laba yang sangat tinggi. Akibatnya, harga saham perusahaan tersebut meningkat dengan besarnya minat investor untuk berinvestasi. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>9</sub>: Kinerja keuangan memediasi pengaruh tidak langsung antara ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi oleh Kinerja Keuangan Perusahaan**

Menurut Hamidy, Wiksuana, & Artini (2015), tingkat profitabilitas dapat menjadi perantara pengaruh komposisi struktur modal terhadap *value* perusahaan. Proporsi hutang akan memberikan keuntungan bagi perusahaan apabila keuntungan dari pengurangan pajak lebih besar dibandingkan dengan beban bunga yang ditanggung. Apabila hal ini terjadi maka laba tahun berjalan perusahaan akan lebih besar ketika menggunakan hutang dalam pendanaannya sehingga terjadi peningkatan pada rasio profitabilitas. Rasio profitabilitas yang dimiliki perusahaan sebagai gambaran kinerja keuangan berbanding lurus dengan antusias pasar modal terhadap saham perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>10</sub>: Kinerja keuangan memediasi pengaruh tidak langsung antara struktur modal terhadap nilai perusahaan

## **METODE PENELITIAN**

### **Jenis penelitian dan Gambaran Umum Objek Penelitian**

Jenis penelitian ini berupa penelitian asosiatif dengan pendekatan kuantitatif yang menggunakan data sekunder dari Laporan Keuangan Perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2014 – 2018 yang berjumlah 177 perusahaan. Sektor manufaktur dipilih karena sektor ini memproduksi barang-barang yang menjadi kebutuhan masyarakat dalam kehidupan sehari-hari. Semakin hari perusahaan non migas manufaktur semakin bertambah. Dengan demikian, persaingan antar perusahaan sangat ketat sehingga dibutuhkan kemampuan

intelektual yang menjadi modal dalam penciptaan nilai pada produk yang dihasilkan agar dapat menarik minat konsumen dan tercapainya keunggulan kompetitif.

### **Teknik Pengambilan Sampel Penelitian**

Pengambilan sampel dilakukan dengan *Purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Pengambilan Sampel berdasarkan *Purposive Sampling***

<b>No.</b>	<b>Kriteria Sampel</b>	<b>Jumlah</b>
1.	Jumlah perusahaan manufaktur non migas yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014 - 2018	177
2.	Perusahaan yang melakukan <i>listing</i> dan <i>delisting</i>	(39)
3.	Perusahaan melaporkan laporan keuangan ( <i>financial report</i> ) pada periode 2014-2018 secara konsisten dan lengkap	(35)
4.	Perusahaan melakukan pengungkapan terhadap beban-beban yang digunakan dalam pengukuran kinerja modal intelektual	(3)
5.	50 perusahaan sektor manufaktur terbesar yang terdaftar di BEI yang diukur berdasarkan total aset tahun 2014	(50)
<b>Jumlah sampel akhir</b>		<b>50</b>

Sumber: data diolah oleh peneliti (2020)

**Tabel 3**  
**Daftar Perusahaan yang Digunakan sebagai Sampel**

<b>No.</b>	<b>Kode</b>								
1	ASII	11	IMAS	21	INDR	31	HDTX	41	ALMI
2	INKP	12	CPIN	22	SRIL	32	INRU	42	KAEF
3	GGRM	13	SMCB	23	MASA	33	AMFG	43	SMBR
4	SMGR	14	GJTL	24	MLIA	34	BRAM	44	ULTJ
5	TKIM	15	JPFA	25	ADMG	35	WTON	45	SIDO
6	KRAS	16	AUTO	26	TSPC	36	IPOL	46	SIPD
7	BRPT	17	UNVR	27	FASW	37	MAIN	47	BUDI
8	INTP	18	KLBF	28	ISSP	38	POLY	48	KIAS
9	HMSP	19	MYOR	29	PBRX	39	TRST	49	INDS
10	TPIA	20	RMBA	30	TFCO	40	CTBN	50	MLBI

Sumber: data diolah oleh peneliti (2020)

### **Pengukuran dan Definisi Operasional Variabel**

#### **Variabel Eksogen (X)**

#### **Modal Intelektual (X<sub>1</sub>)**

*Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC<sup>TM</sup>) yang dikembangkan oleh Pulic (1998) merupakan ukuran kinerja modal intelektual yang paling populer pada saat ini. VAIC<sup>TM</sup> tidak mengukur modal intelektual secara langsung, tetapi model ini mengukur dampak dari

pengelolaan modal intelektual (Ulum, Ghozali, & Chariri, 2008). Model ini diawali dengan melakukan perhitungan terhadap *Value Added* (VA) sebagai titik awal, yaitu:

$$VA = \text{Operating Profit} + \text{Employee Costs} + \text{Depreciations} + \text{Amortisations}$$

Menurut Pulic dalam Ulum (2016), secara garis besar formula untuk menghitung VAIC<sup>TM</sup> adalah sebagai berikut:

$$VAIC^{TM} = \frac{VA}{HC} + \frac{SC}{VA} + \frac{VA}{CE}$$

Keterangan:

VA : *Value Added*

HC : *Human Capital* (*total salaries and wages* atau beban karyawan)

SC : *Structural Capital* (VA – HC)

CE : *Capital Employed* (nilai buku dari total aset perusahaan)

### **Ukuran Perusahaan (X<sub>2</sub>)**

Indikator pengukuran yang dapat digunakan pada variabel ini adalah total aset yang dimiliki perusahaan. Adapun rumus untuk menghitung log natural dari total aset dalam Jagiyanto (2008) adalah sebagai berikut:

$$Size = \ln(\text{Total Aset})$$

### **Struktur Modal (X<sub>3</sub>)**

Struktur modal merupakan perbandingan antara proporsi hutang dan ekuitas yang terdapat pada perusahaan. Indikator pengukuran yang digunakan yaitu *Debt to equity ratio* (DER). Adapun dalam Hamidy, Wiksuana, & Artini (2015) rumus untuk menghitung DER yaitu:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

### **Variabel Mediator (M)**

#### **Kinerja Keuangan (M)**

Salah satu indikator pengukuran pada kinerja keuangan dapat menggunakan *Return On Asset* (ROA). ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Margaretha (2011), ROA dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Earning after tax}}{\text{Total Aset}}$$

### **Variabel Endogen (Y)**

#### **Nilai Perusahaan (Y)**

Nilai perusahaan dapat diukur menggunakan *Price to Book Value* (PBV). Rasio atas harga pasar saham terhadap nilai bukunya ini akan memberikan gambaran tentang bagaimana para investor memandang perusahaan. PBV dalam (Isvara, Wahyuni, & Julianto, 2017) dirumuskan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Harga Per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

### **Metode Analisis Data**

Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah *Structural Equation Model* (SEM). SEM digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung (*direct effect*) maupun tidak langsung (*indirect effect*) seperangkat variabel eksogen terhadap variabel endogen. Dengan demikian, persamaan SEM untuk model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Kinerja Keuangan} &= \beta_1 \text{ Modal Intelektual} + \beta_2 \text{ Ukuran Perusahaan} + \beta_3 \text{ Struktur Modal} + e \\ \text{Nilai Perusahaan} &= \beta_1 \text{ Modal Intelektual} + \beta_2 \text{ Ukuran Perusahaan} + \beta_3 \text{ Struktur Modal} + e \end{aligned}$$

Pengujian hipotesis pada penelitian ini dilakukan dengan pendekatan *Structural Equation Model* (SEM) menggunakan aplikasi SmartPLS 3.0 (*Partial Least Square*). Berdasarkan pada (Ikhsan, et al., 2018) terdapat dua jenis model dalam model perhitungan SEM, yaitu model pengukuran (*measurement model*) dan model struktural (*structural model*).

## **HASIL DAN DISKUSI**

### **Hasil Analisis**

#### **Model Pengukuran**

Penelitian yang menggunakan SEM dengan *variabel observed* meniadakan model pengukuran (*measurment model*) sehingga tahap pengujian terhadap validitas dan reabilitas data tidak dilakukan (Ghozali & Latan, 2014). Oleh karena itu, peneliti langsung masuk pada estimasi model struktural, hal ini dikarenakan peneliti melakukan proses *bootstrapping* pada SmartPLS 3.0.

#### **Model Struktural**

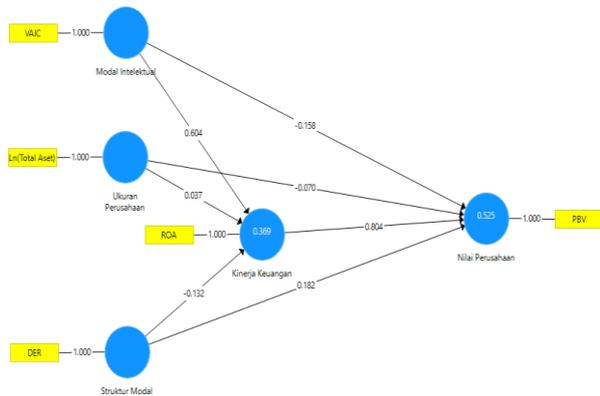
**Tabel 4**  
**Nilai R-Square**

	<i>R Square</i>
<b>Kinerja Keuangan (ROA)</b>	0.369
<b>Nilai Perusahaan (PBV)</b>	0.525

Sumber: *Output* SmartPLS 3.0 (2020)

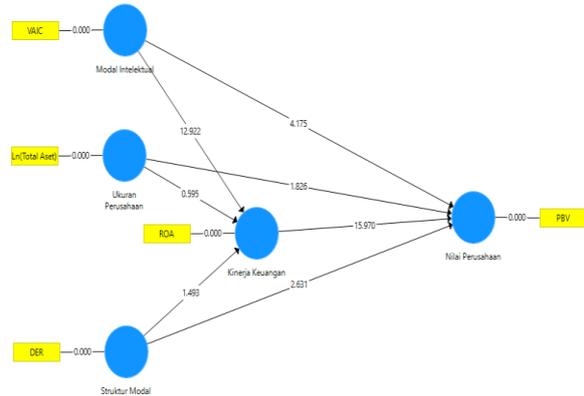
Tahap Pertama dari model struktural dalam SmartPLS 3.0 adalah melakukan kalkulasi PLS *Algorithm*, hasil *output* pada tahap ini dapat digunakan untuk menilai *R-Square* pada setiap variabel endogen. Tabel 4 di atas menunjukkan nilai *R-Square* untuk variabel Kinerja Keuangan (Variabel Mediator) adalah sebesar 0.369. Artinya, pengaruh Model Intelektual (X1), Ukuran Perusahaan (X2) dan Struktur Modal (X3) terhadap Kinerja Keuangan (Variabel Mediator) adalah sebesar 36.9% dan sisanya 63.1% dipengaruhi oleh variabel atau faktor-faktor lain di luar model pada penelitian ini. Lebih lanjut untuk variabel Nilai Perusahaan (Y) diperoleh nilai *R-Square* 0.525 yang berarti bahwa pengaruh Model Intelektual (X1), Ukuran Perusahaan (X2), Struktur Modal (X3) dan Kinerja Keuangan (Variabel Mediator) terhadap Nilai Perusahaan (Y) adalah sebesar 52.5% dan sisanya 47,5% dipengaruhi oleh variabel lain di luar dari penelitian ini.

Gambar 5 di bawah merupakan model penelitian yang dihasilkan pada tahap kalkulasi *algorithm*. Tahap selanjutnya peneliti melakukan proses *bootstrapping* untuk menyelesaikan permasalahan distribusi data yang mungkin terjadi pada tahap kalkulasi PLS *Algorithm*. Gambar 6 di bawah merupakan model penelitian untuk tahap *bootstrapping* tersebut.



**Gambar 5**

**Model Penelitian pada PLS *Algorithm***  
**Sumber: *Output SmartPLS 3.0 (2020)***



**Gambar 6**

**Model Penelitian pada PLS *Bootstrapping***  
**Sumber: *Output SmartPLS 3.0 (2020)***

*Report* yang dihasilkan pada tahap *bootstapping* dapat dibaca oleh peneliti untuk mengetahui hasil analisis terhadap hipotesis yang diujikan. SmartPLS 3.0 memiliki tampilan yang memudahkan peneliti untuk membaca hasil analisis, yaitu memberikan warna hijau pada angka *P Values* yang signifikan (*P Values* < 0.05) apabila ada pengaruh pada hipotesis yang diujikan dan warna merah pada angka *P Values* yang tidak signifikan (*P Values* > 0.05) apabila tidak terdapat pengaruh antar variabel pada hipotesis yang diujikan. Untuk mengetahui hasil pengujian terhadap hipotesis pengaruh langsung, peneliti dapat melihat pada signifikansi *P*

values pada Tabel 5. Sedangkan untuk pengujian hipotesis pengaruh tidak langsung peneliti dapat melihat pada signifikansi *P values* pada Tabel 6.

**Tabel 5**  
**Path Coefficient (Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung)**

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ((O/STDEV))	P Values
Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.804	0.816	0.050	15.970	<b>0.000</b>
Modal Intelektual -> Kinerja Keuangan	0.604	0.609	0.047	12.922	<b>0.000</b>
Modal Intelektual -> Nilai Perusahaan	-0.158	-0.159	0.038	4.175	<b>0.000</b>
Struktur Modal -> Kinerja Keuangan	-0.132	-0.132	0.088	1.493	<b>0.136</b>
Struktur Modal -> Nilai Perusahaan	0.182	0.182	0.069	2.631	<b>0.009</b>
Ukuran Perusahaan -> Kinerja Keuangan	0.037	0.036	0.063	0.595	<b>0.552</b>
Ukuran Perusahaan -> Nilai Perusahaan	-0.070	-0.074	0.039	1.826	<b>0.068</b>

Sumber: *Output SmartPLS 3.0 (2020)*

**Tabel 6**  
**Specific Indirect Effect (Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Tidak Langsung)**

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ((O/STDEV))	P Values
Modal Intelektual -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.486	0.497	0.053	9.203	<b>0.000</b>
Struktur Modal -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	-0.106	-0.107	0.072	1.477	<b>0.140</b>
Ukuran Perusahaan -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.030	0.028	0.051	0.593	<b>0.553</b>

Sumber: *Output SmartPLS 3.0 (2020)*

## Diskusi (Pembahasan)

### Pengaruh Modal Intelektual terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan.

Hasil analisis terhadap pengaruh variabel Modal Intelektual (X1) terhadap variabel Kinerja Keuangan (M) pada Tabel 5 menunjukkan nilai *P Values*  $0.000 < 0.05$  (*P Values* signifikan). Artinya, terdapat pengaruh langsung pada hubungan variabel modal intelektual dan kinerja keuangan. Dengan demikian, hipotesis pertama (H1) “modal intelektual berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan” diterima.

Produk lokal dapat bersaing dengan produk impor dan menjadi pilihan bagi masyarakat Indonesia apabila karyawan perusahaan manufaktur non migas mampu memanfaatkan kemampuan, keterampilan dan kompetensinya dalam menggunakan fasilitas dan sumber daya perusahaan untuk menghasilkan kreativitas dan inovasi sehingga nilai ROA perusahaan juga lebih baik. Hasil analisis data penelitian ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan dengan kode SRIL, CPIN, ULTJ, HMSP, GGRM, MLBI dan UNVR memiliki nilai VAIC<sup>TM</sup> dan ROA di atas rata-rata selama lima tahun berturut-turut. Dengan demikian, pengelolaan yang baik pada modal intelektual di perusahaan tersebut memberikan dampak yang baik bagi perusahaan tersebut.

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan.**

Hasil analisis terhadap pengujian pengaruh variabel Ukuran Perusahaan (X2) terhadap variabel Kinerja Keuangan (M) pada tabel 5 menunjukkan nilai *P Values*  $0.552 > 0.05$  (*P Values* tidak signifikan). Artinya, peneliti tidak menemukan adanya pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap kinerja capaian finansial perusahaan. Oleh karena itu, Hipotesis kedua (H2) “ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan” ditolak.

Ketidakmampuan perusahaan untuk mengelola dan memanfaatkan aset perusahaan menjadi suatu faktor yang menyebabkan perusahaan dengan aset yang besar mengalami kerugian. Kerugian tersebut juga dapat terjadi ketika beban yang ditanggung perusahaan atas pemeliharaan aset sangatlah besar. Beberapa perusahaan dengan kode ASII, SMGR, KRAS, BRPT, HMSP, TPIA, IMAS, JPFA, UNVR, KLBF, MYOR, RMBA, SRIL, TSPC, FASW, ISSP, PBRX, AMFG, WTON, KAEF, SMBR dan ULTJ memiliki ukuran perusahaan yang semakin tahun semakin besar, akan tetapi kinerja keuangan perusahaan-perusahaan tersebut malah mengalami penurunan dan berfluktuasi. Oleh karena itu, ukuran perusahaan yang besar tidak mendorong meningkatnya kinerja keuangan perusahaan.

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan.**

Pengujian terhadap pengaruh variabel Struktur Modal (X3) terhadap Kinerja Keuangan (M) pada Tabel 5 menunjukkan nilai *P Values*  $0.136 > 0.05$  (*P Values* tidak signifikan). Artinya, tidak terdapat adanya pengaruh antara komposisi struktur modal terhadap kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit. Oleh karena itu, hipotesis ketiga (H3) “struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan” ditolak.

Beban bunga yang ditanggung perusahaan lebih besar dari pengurangan beban pajak sehingga penggunaan hutang dalam pendanaan perusahaan tidak akan memberikan keuntungan

pada perusahaan tersebut (Brigham & Houston, 2011). Beberapa perusahaan dalam pendaannya konsisten didominasi oleh penggunaan hutang yang lebih besar dibandingkan dengan ekuitasnya, seperti halnya perusahaan dengan kode KRAS, IMAS, GJTL, MLIA, FASW, HDTX, INRU, MAIN, ALMI dan SIPD. Namun, berdasarkan pada hasil penelitian kinerja keuangan perusahaan tersebut justru mengalami kerugian. Oleh karena itu, penggunaan hutang yang besar tidak dapat mendorong peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

### **Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan.**

Hasil analisis terhadap pengujian pengaruh variabel Kinerja Keuangan (M) terhadap Nilai Perusahaan (Y) pada Tabel 5 menunjukkan nilai *P Values*  $0.000 < 0.05$  (*P Values* signifikan). Artinya, kinerja keuangan berbanding lurus dengan nilai perusahaan di pasar saham. Oleh karena itu, hipotesis keempat (H4) “kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan” diterima.

Investor melakukan banyak sekali pertimbangan dalam melakukan penanaman modal pada perusahaan. Tingginya tingkat profitabilitas perusahaan merupakan bagian besar dari pertimbangan tersebut. Pencapaian yang tinggi dalam grafik nilai ROA mendorong respons para investor ke arah yang lebih baik. Dengan demikian, kinerja keuangan menjadi tolak ukur bagi perusahaan dan investor mengenai penilaian yang diberikan pasar terhadap perusahaan.

Berdasarkan pada data penelitian yang digunakan, beberapa perusahaan dengan kode KLBF, HMSP, GGRM, MLBI dan UNVR memiliki nilai ROA tertinggi dan di atas nilai rata-rata ROA selama lima tahun berturut-turut. Hasil pada pengujian pada hipotesis ini sejalan dengan analisis terhadap data penelitian yang dilakukan peneliti. Perusahaan-perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu mempengaruhi nilai perusahaan tersebut, hal ini terbukti dengan tingginya nilai PBV pada perusahaan-perusahaan tersebut selama lima tahun periode penelitian yang dilakukan.

### **Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan.**

Pengujian terhadap pengaruh variabel Modal Intelektual (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y) pada Tabel 5 menunjukkan nilai *P-Values*  $0.000 < 0.05$  (*P Values* signifikan). Artinya, kinerja modal intelektual suatu perusahaan yang tinggi akan mendorong ketertarikan investor melakukan penanaman modal. Oleh karena itu, hipotesis kelima (H5) “Modal intelektual berpengaruh terhadap nilai perusahaan” diterima.

Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik pada modal intelektual dinilai mempunyai prospek yang tinggi untuk masa depan, karena para karyawannya memiliki potensi untuk mendorong kelayakan perusahaan untuk terus dapat bersaing. Tingginya nilai PBV disebabkan oleh kepercayaan atas kelayakan tersebut. Dengan demikian, kondisi ini membuktikan pengelolaan yang baik terhadap modal intelektual akan direspons baik oleh pasar modal.

Hasil pengujian hipotesis ini dapat dibuktikan dengan adanya beberapa perusahaan, seperti HMSP, GGRM, MLBI dan UNVR yang memiliki nilai VAIC<sup>TM</sup> yang sangat tinggi dan di atas rata-rata selama lima tahun periode penelitian. Perusahaan-perusahaan tersebut dinilai memiliki potensi untuk menciptakan produk-produk baru yang inovatif dan kreatif untuk terus dapat bersaing. Dengan demikian, hal inilah yang menyebabkan perusahaan-perusahaan tersebut memiliki nilai PBV yang tinggi pula.

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan.**

Pengujian terhadap pengaruh variabel Ukuran Perusahaan (X<sub>2</sub>) terhadap Nilai Perusahaan (Y) pada Tabel 5 menunjukkan nilai *P-Values*  $0.068 > 0.05$  (*P Values* tidak signifikan). Artinya, tidak terdapat *privilage* bagi perusahaan raksasa di pasar modal. Dengan demikian, hipotesis keenam (H<sub>6</sub>) “Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan” ditolak.

Minat investor untuk menanamkan modal tidak berdasarkan pada besarnya ukuran perusahaan. Ada beberapa aspek lain yang mungkin menjadi pertimbangan penting bagi para investor sebelum menanamkan investasinya, yaitu aspek keuangan dan non keuangan. Aspek keuangan umumnya mengenai tingkat profitabilitas perusahaan pada akhir tahun, sedangkan aspek non keuangan dapat berupa kepuasan konsumen terhadap produk yang dihasilkan perusahaan, prestasi dalam tanggung jawab sosial perusahaan dan faktor psikologi para investor terhadap rumor-rumor mengenai bisnis yang dijalankan oleh perusahaan. Dengan demikian, sebesar apapun ukuran perusahaan tidak menjadi patokan para investor untuk melakukan penanaman modal karena banyak aspek dan unsur lainnya yang diperhatikan oleh para investor.

Berdasarkan pada data penelitian yang dianalisis, perusahaan dengan kode MLBI memiliki nilai aset paling kecil di antara perusahaan-perusahaan raksasa lainnya, akan tetapi perusahaan ini mampu memiliki nilai PBV yang sangat tinggi, yaitu sebesar 45,465. Sedangkan perusahaan dengan kode ASII yang aset terbesar dalam objek penelitian ini tidak pernah memiliki nilai perusahaan di atas rata-rata. Dengan demikian, besarnya ukuran suatu perusahaan tidak dapat mendorong nilai perusahaan tersebut.

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan.**

Pengujian terhadap pengaruh variabel Struktur Modal (X3) terhadap Nilai Perusahaan (Y) pada Tabel 5 menunjukkan nilai *P-Values*  $0.009 < 0.05$  (*P Values* signifikan). Artinya, komposisi dalam struktur modal berpengaruh terhadap respons investor dan minat mereka untuk berinvestasi. Oleh karena itu, hipotesis ketujuh (H7) “Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan” diterima.

Para investor tidak memperhitungkan hutang sebagai suatu ancaman negatif yang dapat menurunkan kredibilitas perusahaan. Mereka memandang penggunaan hutang dari eksternal sebagai potensial dana untuk ekspansi agar bisnis yang dijalankan lebih besar lagi. Dengan demikian, proporsi hutang dalam susunan komposisi struktur modal dapat memberikan pengaruh yang baik pada kredibilitas perusahaan di kalangan para investor, karena investor memiliki harapan atas ekspansi yang dapat dilakukan perusahaan dengan dana pinjaman tersebut.

Berdasarkan pada data penelitian yang digunakan, MLBI dan UNVR merupakan perusahaan manufaktur non migas yang memiliki nilai PBV tertinggi. Setelah dianalisis lebih lanjut, struktur modal dalam pembiayaan kedua perusahaan tersebut konsisten didominasi oleh penggunaan hutang yang lebih besar dibandingkan ekuitas perusahaan. Ini artinya, para investor tidak memandang hutang sebagai suatu risiko yang dapat menurunkan nilai perusahaan.

### **Pengaruh Tidak Langsung Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Kinerja Keuangan.**

Hasil analisis terhadap pengaruh tidak langsung variabel Modal Intelektual (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y) yang diperantarai oleh Kinerja Keuangan (M) pada Tabel 6 menunjukkan nilai *P-Values*  $0.000 < 0.05$  (*P Values* signifikan). Oleh karena itu, hipotesis kedelapan (H8) “kinerja keuangan memediasi pengaruh antara modal intelektual terhadap nilai perusahaan” diterima.

Modal intelektual sektor manufaktur non migas yang dikelola dengan maksimal menghasilkan kinerja keuangan yang tinggi pula. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba tentu berbanding lurus dengan minat investor dalam penanaman modal. Akibatnya, dapat diyakini harga saham menjadi lebih tinggi dibandingkan nilai buku perusahaan. Dengan demikian, kinerja keuangan memediasi pengaruh antara modal intelektual terhadap *value* perusahaan pada pasar modal.

Berdasarkan pada data penelitian yang digunakan, HMSP, MLBI, dan UNVR merupakan perusahaan manufaktur non migas yang memiliki nilai VAIC<sup>TM</sup> di atas rata-rata selama lima tahun berturut-turut. Pengelolaan yang baik terhadap modal intelektual pada perusahaan tersebut dapat menggerakkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Tiga perusahaan tersebut memiliki nilai ROA tertinggi selama lima tahun periode penelitian. Kinerja keuangan yang baik ini tentu saja mendapat respons yang baik di kalangan investor, karena harga saham perusahaan di pasar modal sangat tinggi sebagai gambaran banyaknya permintaan atas saham perusahaan tersebut. Nilai PBV ketiga perusahaan tersebut juga merupakan yang paling tinggi selama lima periode penelitian. Dengan demikian, kinerja keuangan dapat memediasi pengaruh tidak langsung antara modal intelektual terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Tidak Langsung Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Kinerja Keuangan.**

Hasil analisis menggunakan SmartPLS 3.0 pada Tabel 6 mengenai pengaruh tidak langsung variabel Ukuran Perusahaan (X2) terhadap Nilai Perusahaan (Y) yang dimediasi oleh Kinerja Keuangan (M) menunjukkan nilai *P-Values*  $0.553 > 0.05$  (*P Values* tidak signifikan). Dengan demikian, hipotesis kesembilan (H9) “Kinerja keuangan memediasi pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan” ditolak.

Ketidakmampuan kinerja keuangan untuk memediasi efek dari ukuran perusahaan terhadap *value* perusahaan dikarenakan perusahaan-perusahaan besar tidak mampu memanfaatkan dengan baik aset perusahaannya sebagai sumber daya dalam upaya meningkatkan kinerja keuangan menjadi lebih baik lagi agar nilai perusahaan tersebut meningkat. Seharusnya perusahaan dengan sumber daya yang besar dapat menggunakan asetnya sebagai fasilitas yang digunakan dalam operasional bisnis. Dengan demikian, capaian finansial tidak dapat menjadi perantara antara perusahaan raksasa terhadap respons dan minat investor pada saham perusahaan.

Menurut hasil analisis terhadap data penelitian yang digunakan, SMCB merupakan perusahaan besar yang memiliki nilai ukuran perusahaan di atas rata-rata selama lima tahun periode penelitian, Namun, meskipun perusahaan tersebut memiliki ukuran yang sangat besar perusahaan ini mengalami kerugian dengan nilai ROA negatif pada periode 2016 – 2018 dan selalu di bawah nilai rata-rata ROA dalam lima tahun periode penelitian. Hal ini kemudian berpengaruh terhadap nilai perusahaan tersebut yang beberapa tahun mengalami *undervalue* dan di bawah rata-rata selama lima tahun penelitian. Dengan demikian, kinerja keuangan tidak

mampu memediasi pengaruh tidak langsung antara ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Tidak Langsung Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Kinerja Keuangan.**

Pengujian terhadap pengaruh Struktur Modal (X3) terhadap Nilai Perusahaan (Y) yang dimediasi oleh Kinerja Keuangan (M) menunjukkan hasil pada Tabel 6 yaitu nilai *P-Values*  $0.140 > 0.05$  (*P Values* tidak signifikan). Artinya, tingkat ROA tidak dapat menjembatani hubungan tidak langsung antara struktur modal dan nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kesepuluh (H10) dalam penelitian ini “kinerja keuangan memediasi pengaruh antara struktur modal terhadap nilai perusahaan” ditolak.

Ketidakmampuan kinerja keuangan dalam memediasi pengaruh struktur modal terhadap *value* perusahaan dapat terjadi karena adanya *financial leverage* pada perusahaan tersebut. Penggunaan hutang dalam pendanaan mengharuskan perusahaan untuk membayar beban bunga tetap. Akibatnya, sebesar apapun EBIT yang dihasilkan perusahaan baik berupa laba ataupun kerugian maka beban bunga yang harus dibayarkan perusahaan tidak akan berubah jumlahnya. Kondisi ini terjadi ketika perusahaan mengalami kerugian maka beban bunga tetap yang ditanggung perusahaan atas penggunaan hutang akan semakin menambah kerugian perusahaan tersebut sehingga nilai perusahaan juga menurun. Dengan demikian, kinerja keuangan tidak dapat menjadi mediator antara struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan pada data penelitian yang digunakan, KRAS, GJTL, MLIA, INRU, dan ALMI merupakan perusahaan manufaktur non migas yang pendanaannya didominasi oleh hutang. Namun, perusahaan-perusahaan ini justru mengalami kerugian untuk beberapa periode dan nilai ROA nya tidak pernah berada di atas rata-rata. Kinerja keuangan yang buruk ini tentu akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Lima perusahaan tersebut memiliki nilai PBV  $< 1$  untuk lima periode penelitian. Artinya, harga perusahaan tersebut dinilai kurang dari nilai bukunya (*undervalue*). Dengan demikian, kinerja keuangan tidak dapat memediasi pengaruh tidak langsung antara besarnya hutang dalam pendanaan perusahaan tidak dengan nilai perusahaan.

## **KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN KETERBATASAN PENELITIAN**

### **Simpulan**

Hasil penelitian dari studi dapat disimpulkan sebagai berikut:

*Pertama*, kinerja keuangan, modal Intelektual karyawan dan komposisi struktur modal berpengaruh signifikan secara langsung (*direct effect*) terhadap nilai perusahaan. *Kedua*, modal intelektual secara tidak langsung (*indirect effect*) melalui variabel moderating (kinerja keuangan) juga memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. *Ketiga*, hasil temuan ini paralel dengan kondisi pekerja Indonesia yang kebanyakan berpendidikan masih rendah dimana hanya sebesar 13% saja yang berpendidikan tinggi. Jadi wajar kalau kemudian pekerja di Indonesia belum optimal dalam menciptakan nilai (*creating values*) untuk meningkatkan nilai perusahaan mereka.

### **Implikasi**

Penelitian ini menunjukkan bahwa modal intelektual berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Hal ini menunjukkan bahwa variabel tersebut perlu diperhatikan dalam pengambilan keputusan, terutama untuk para investor yang ingin menanamkan modal pada perusahaan manufaktur non migas. Hasil penelitian ini juga menggambarkan bahwa Indonesia harus meningkatkan pendidikan masyarakat dengan harapan modal intelektual yang dimiliki oleh angkatan kerja dapat meningkatkan nilai perusahaan.

### **Keterbatasan**

Keterbatasan penelitian ini adalah beberapa perusahaan tidak melakukan pengungkapan secara rinci mengenai beban-beban yang dikeluarkan perusahaan untuk dimasukkan pada komponen perhitungan kinerja modal intelektual. Akibatnya, beberapa perusahaan manufaktur non migas yang berukuran besar harus dikeluarkan dari sampel perusahaan karena tidak memenuhi kriteria sampel.

### **Saran**

Ada beberapa hal yang dapat disarankan berdasarkan dari hasil penelitian ini:

*Pertama*, penelitian lanjutan yang mungkin dapat dikembangkan adalah riset di sektor ekonomi lain yang juga memiliki pengaruh besar pada PDB (produk domestik bruto) Indonesia seperti pertanian, *e-commerce*, pertanian, dan sebagainya. *Kedua* menarik juga untuk melihat sejauh mana program pra kerja yang dilaksanakan oleh pemerintah memiliki pengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Ademola, E. O. (2014). Detailing Stakeholders Theory of Management: A managerial Performance Technique. *Computing, Information Systems, Development Informatics & Allied Research Journal* , 61.
- Badan Pusat Statistik. (1990 - 2019). *Statistik Indonesia Tahun 1990 - 2019*. Jakarta: Badan Pusat Statistik.
- Badan Pusat Statistik. (2020). *Berita Resmi Statistik*. Jakarta: Badan Pusat Statistik.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Deegan, C. (2014). *Financial Accounting Theory*. Australia: McGraw-Hill Education.
- Ghozali, I., & Latan, H. (2014). *Partial Least Squares: Konsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan SmartPLS 3.0 Untuk Penelitian Empiris*. Semarang: Universitas Depongoro Semarang.
- Hamidy, R. R., Wiksuana, I. B., & Artini, L. S. (2015). Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indoneisa. *E-Jurnal ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 665-682.
- Ikhsan, A., Aziza, N., Hayat, A., Lesmana, S., Albra, W., Khaddafi, M., & Oktaviani, A. (2018). *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Skripsi, Thesis & Disertasi*. Medan: Madenatera.
- Isvara, I. K., Wahyuni, M. A., & Julianto, I. P. (2017). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening (Studi Perusahaan Manufaktur pada Bursa Efek Indonesia Periode 2013 - 2016). *e-jurnal SI Ak Universitas Pendidikan Ganesha Vol: 8 No: 2*.
- Iswara, M. A. (2019, Desember 31). *The Jakarta Post News*. Diambil kembali dari The Jakarta Post Web site: <https://www.thejakartapost.com/news/2019/12/30/manufacturing-decline-in-2019-raises-concerns-about-deindustrialization-industry-40.html>
- Jagiyanto. (2008). Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Dalam A. Denziana, & W. Monica, *Analisis Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Tergolong LQ45 di BEI Periode 2011 - 2014)* (hal. 241-254).
- Jahanzeb, A., Rehman, S. U., Bajuri, N. H., Karami, M., & Ahmadimousaabad, A. (2013, Oktober). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovation (IJMCI)*, 1, 13.
- Lestari, N., & Sapitri, R. C. (2016). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi dan Manajemen Bisnis Vol. 4 No. 1*, 28-33.
- Margaretha, F. (2011). *Manajemen Keuangan untuk Manajer Nonkeuangan*. Jakarta: Penerbit Erlangga.

- Muid, M. A., & Noerirawan, R. (2012). Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek. *Jurnal Akuntansi*, 4.
- Novari, P. M., & Lestari, P. V. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Properti dan Real Estate. *E-Jurnal Manajemen Unud*.
- Octaviany, A., Hidayat, S., & Miftahudin. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Leverage terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai variabel Intervening. *Jurnal Riset Inspirasi Manajemen dan Kewirausahaan Volume 3 No. 1*, 30 -36.
- Parmar , B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Andrew, W. C., Colle , S. d., & Purnell , L. (2010). Stakeholders Theory: The State of The Art. *The Academy Of Management Annals*, 11.
- Prasetyorini, B. F. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 183 - 196.
- Pulic, A. (1998). Measuring The Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy. Dalam I. Ulum, *Intellectual Capital: Model Pengukuran, Framework Pengungkapan dan Kinerja Organisasi* (hal. 95). Malang: Universitas Muhammadiyah Malang (UMM Press).
- Sartono, A. (2008). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Stewart, T. A. (1998). Intellectual capital. *QFinance*.
- Sukirno, S. (2004). *Makroekonomi Teori Pengantar*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Sunarsih, N. M., & Mendra, N. M. (2012). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa efek Indonesia. *Jurnal Nasional Akuntansi XV*.
- Ullmann, A. (1985, July). Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms. *The Academy of Management Review*, 10, 552.
- Ulum, I. (2016). *Intellectual Capital: Model, Pengukuran, Framework Pengungkapan dan Kinerja Organisasi*. Malang: UMM PRESS.
- Ulum, I., Ghozali, I., & Chariri, A. (2008). Intellectual capital dan Kinerja Keuangan Perusahaan; sebuah analisis dengan Pendekatan Partial Least Squares. *Simposium Nasional Akuntansi XI*.

**APENDIKS****INPUT DATA UNTUK SmartPLS 3.0**

<b>VAIC</b>	<b>Ln(Total Aset)</b>	<b>DER</b>	<b>ROA</b>	<b>PBV</b>
3.8089	33.0950	0.9616	0.0937	2.4982
3.4068	33.1341	0.9397	0.0636	1.9197
3.3634	33.1988	0.8716	0.0699	2.3945
3.3550	33.3202	0.8912	0.0784	2.1494
3.6136	33.4737	0.9770	0.0794	1.9097
8.1543	32.0267	1.7069	0.0194	0.1908
9.9055	32.2067	1.6832	0.0316	0.1444
7.6370	32.1574	1.4398	0.0295	0.1379
11.1270	32.2699	1.3726	0.0541	0.6777
13.9956	32.4730	1.3203	0.0672	1.1570
6.2531	31.6953	0.7521	0.0927	3.5148
7.2461	31.7821	0.6708	0.1016	2.7843
6.5306	31.7734	0.5911	0.1060	3.1076
6.5342	31.8321	0.5825	0.1162	3.8219
6.0548	31.8665	0.5310	0.1128	3.5650
5.4985	31.1666	0.3725	0.1624	3.8432
4.0947	31.2726	0.3904	0.1186	2.4642
4.4452	31.4204	0.4465	0.1025	1.7800
3.6956	31.5221	0.6086	0.0417	1.9292
4.5028	31.5659	0.5627	0.0603	2.0837
3.8836	31.1492	1.9109	0.0076	0.1960
3.7559	31.2426	1.8070	0.0005	0.1003
3.0550	31.1418	1.6586	0.0031	0.1549
3.5801	31.1854	1.5893	0.0106	0.6732
4.4295	31.3908	1.4006	0.0829	1.9320
1.0624	31.1068	1.9135	-0.0604	0.6896
-8.6935	31.5642	1.0704	-0.0882	0.1874
2.0568	31.5993	1.1399	-0.0459	0.6027
2.3483	31.6517	1.2206	-0.0209	0.3268
1.8072	31.7621	1.3877	-0.0180	0.2983
3.8053	31.0006	1.2119	-0.0005	0.1609
5.2818	31.0744	0.8840	0.0023	0.0546
10.6133	31.1789	0.7748	0.1088	0.5195
8.5426	31.5275	0.8062	0.0768	1.1509
9.1578	32.2566	1.6064	0.0344	1.0797
6.6023	30.9943	0.1654	0.1826	3.7132
6.0677	30.9502	0.1581	0.1576	3.4435
5.1186	31.0372	0.1535	0.1284	2.1689
3.7848	30.9936	0.1754	0.0644	3.2905
3.2555	30.9556	0.1967	0.0412	2.9248
6.3225	30.9767	1.1026	0.3587	22.2915

5.8021	31.2689	0.1872	0.2726	13.6605
6.0044	31.3807	0.2438	0.3002	13.0358
5.6684	31.3955	0.2647	0.2937	16.1283
5.7940	31.4727	0.3180	0.2905	12.2048
4.1258	30.8109	1.2128	0.0095	0.9075
5.0061	30.8840	1.1000	0.0141	0.9193
11.2553	30.9905	0.8651	0.1410	4.3994
9.0746	31.3291	0.7901	0.1068	4.7445
6.8985	31.4595	0.7929	0.0574	4.1188
3.4863	30.7868	2.4891	-0.0029	1.6443
3.3876	30.8443	2.7122	-0.0009	0.9765
2.6868	30.8749	2.8203	-0.0122	0.5399
3.5489	31.0770	2.3805	-0.0020	0.2503
3.2333	31.3435	2.9672	0.0024	0.5786
5.4387	30.6690	0.9064	0.0837	5.6642
6.5834	30.8372	0.9651	0.0742	3.3941
6.8752	30.8176	0.7097	0.0919	3.5791
5.4493	30.8318	0.5617	0.1017	3.1328
7.1697	30.9505	0.4257	0.1646	6.1098
4.0076	30.4757	0.9633	0.0389	1.9117
4.0612	30.4830	1.0499	0.0101	0.9023
2.8655	30.6148	1.4518	-0.0144	0.8556
2.6247	30.6079	1.7270	-0.0386	0.8891
2.4731	30.5578	1.9093	-0.0444	2.2512
2.8399	30.4063	1.6813	0.0168	0.8299
2.7410	30.4938	2.2460	-0.0179	0.3424
3.0047	30.5594	2.1972	0.0335	0.6375
2.4510	30.5320	2.1973	0.0025	0.4165
2.3191	30.6122	2.3547	-0.0038	0.3855
3.0857	30.3866	1.9736	0.0245	1.9108
3.4076	30.4736	1.8086	0.0306	1.1059
4.1572	30.5886	1.0539	0.1128	1.7681
3.4366	30.6798	1.1529	0.0525	1.5111
4.2030	30.7682	1.2554	0.0978	2.4662
1.9460	30.2969	0.4187	0.0665	1.9970
1.9087	30.2940	0.4136	0.0225	0.7603
1.9242	30.3129	0.3868	0.0331	0.9377
1.8201	30.3231	0.3721	0.0371	0.9228
1.7790	30.3967	0.4107	0.0428	0.6290
8.8109	30.2899	2.1053	0.4018	53.5901
8.4788	30.3866	2.2585	0.3720	58.4812
7.9362	30.4492	2.5597	0.3816	62.9311
8.1058	30.5705	2.6546	0.3705	82.4444
9.5531	30.6026	1.5762	0.4666	45.7107

3.8615	30.1507	0.2656	0.1707	8.7376
3.3367	30.2482	0.2521	0.1502	5.6562
3.8096	30.3540	0.2216	0.1544	5.6977
3.8133	30.4414	0.1959	0.1476	5.7017
3.7575	30.5295	0.1864	0.1376	4.6585
3.2563	29.9630	1.5259	0.0398	4.5847
4.5520	30.0596	1.1836	0.1102	5.2513
4.3363	30.1900	1.0626	0.1075	5.8705
4.1829	30.3334	1.0282	0.1093	6.1412
3.9597	30.4984	1.0593	0.1001	6.8574
-6.6154	29.9584	-8.3383	-0.2223	-2.6952
-1.3296	30.1700	-5.0230	-0.1294	-1.1727
-0.4975	30.2316	0.4268	-0.1548	1.8661
1.0498	30.2760	0.5782	-0.0341	1.5501
1.1845	30.3310	0.7786	-0.0409	1.3575
3.5656	29.8524	1.4405	0.0054	0.1334
2.8184	30.0382	1.7114	0.0126	0.1214
3.1674	30.0624	1.8285	0.0017	0.1318
3.4791	30.0143	1.8143	0.0028	0.2124
3.2137	30.0881	1.3062	0.0774	0.7661
5.2411	29.7985	1.9992	0.0723	1.0405
5.7096	30.0179	1.8306	0.0711	1.8817
6.1226	30.1805	1.8606	0.0627	0.9557
6.2386	30.4111	1.6979	0.0570	1.3007
5.7055	30.6153	1.6427	0.0620	0.9786
4.7811	29.6871	0.6678	0.0008	0.8231
2.6822	29.7769	0.7323	-0.0449	0.6531
3.4953	29.7956	0.7988	-0.0110	0.5120
3.0737	29.8712	0.9514	-0.0123	0.5341
2.6494	29.8493	1.0238	-0.0278	1.4559
3.9194	29.6072	4.4595	0.0173	0.5072
2.9707	29.5947	5.3902	-0.0219	0.5875
2.8632	29.6753	3.7880	0.0012	0.4337
3.1426	29.2771	1.9566	0.0092	0.4278
3.8015	29.2919	1.3484	0.0359	0.6838
0.5107	29.3884	0.5804	-0.0530	0.1749
-0.0643	29.3877	0.5686	-0.0575	0.0937
-1.3812	29.2640	0.5516	-0.0540	0.1485
4.1718	29.2542	0.5614	-0.0231	0.2947
4.0781	29.0327	0.1514	-0.0046	0.3462
2.7683	29.3525	0.3534	0.1045	3.1199
2.7386	29.4691	0.4490	0.0842	1.8157
2.6632	29.5159	0.4208	0.0828	1.9125
2.8511	29.6372	0.4630	0.0750	1.5939

2.5078	29.6941	0.4486	0.0687	1.1513
6.7428	29.3504	2.3934	0.0155	2.4859
4.6598	29.5760	1.8600	-0.0442	1.0538
9.9807	29.7808	1.7175	0.0906	3.2166
9.8725	29.8685	1.8494	0.0636	4.0691
15.4984	30.0257	1.5570	0.1282	4.4926
6.2623	29.3254	1.3402	0.0395	0.7353
6.6387	29.3264	1.1337	0.0292	0.5207
5.3565	29.4297	1.2842	0.0170	0.5615
8.4660	29.4667	1.2068	0.0014	0.2863
4.0938	29.5019	1.2275	0.0075	0.2038
1.9934	29.1530	0.7910	0.0276	1.2790
1.9513	29.4476	1.0516	0.0195	1.2101
2.0073	29.5799	1.2821	0.0256	0.9687
1.9780	29.6785	1.4419	0.0136	1.0923
2.1238	29.7583	1.3108	0.0281	0.9811
3.2095	29.0789	0.1827	-0.0136	1.2069
4.0983	29.1352	0.1039	-0.0052	1.0647
4.4812	29.1580	0.1052	0.0193	1.1809
4.1536	29.1852	0.1237	0.0099	0.9050
3.3595	29.1566	0.0928	-0.0015	0.7623
-0.4110	29.0713	5.8686	-0.0250	0.9724
1.4412	29.2158	2.4946	-0.0729	2.2832
1.3272	29.1878	3.0252	-0.0830	1.7725
9.3050	29.0260	11.0979	-0.2099	5.3557
-0.4196	27.0982	3.3113	-0.3918	3.3332
4.1195	29.0488	1.5757	0.0044	0.9964
3.5812	29.1652	1.6682	-0.0082	0.2557
2.2568	29.1543	1.0888	0.1105	0.1897
3.6074	29.1488	1.0734	0.0011	0.1805
3.7228	29.4161	1.4165	0.0096	0.2956
3.6291	28.9967	0.2304	0.1170	1.0970
3.6343	29.0827	0.2596	0.0799	0.8385
2.7573	29.3367	0.5294	0.0473	0.8079
2.2874	29.4664	0.7661	0.0062	0.7368
2.3848	29.7631	1.3446	0.0008	0.4453
4.4288	28.9801	0.7257	0.0515	1.0076
4.5187	29.0587	0.5953	0.0431	0.8058
5.2205	29.0731	0.4972	0.0753	1.0633
5.0439	29.1012	0.4027	0.0807	1.0702
4.6164	29.0743	0.3451	0.0654	0.8720
7.6692	28.9666	0.7083	0.0848	4.8701
5.9253	29.1253	0.9687	0.0386	3.0392
7.9497	29.1705	0.8721	0.0604	2.7622

7.8927	29.5866	1.5721	0.0482	1.5172
8.7286	29.8150	1.8315	0.0548	0.9995
3.5697	28.8981	0.8436	0.0144	0.3881
3.4159	28.9851	0.8328	0.0095	0.2195
3.5399	28.9663	0.8139	0.0230	0.4182
2.8793	28.9917	0.8050	0.0086	0.3788
3.2497	29.0733	0.8068	0.0174	0.2449
1.8376	28.8927	2.2761	-0.0240	3.5392
2.5618	29.0078	1.5585	-0.0157	2.2047
3.7414	28.9971	1.1331	0.0740	1.5838
2.6242	29.0352	1.3938	0.0120	0.9739
3.3353	29.0979	1.2360	0.0656	1.6466
-0.6470	28.8609	-1.3029	-0.2907	-0.0210
-1.6823	28.7964	-1.2512	-0.0765	-0.0106
0.9937	28.7643	-1.2465	-0.0513	-0.0109
1.8152	28.7744	-1.2455	-0.0190	-0.0139
2.6121	28.8694	-1.2563	0.0539	-0.0278
6.1250	28.8131	0.8568	0.0093	0.6075
5.7146	28.8422	0.7156	0.0075	0.4448
5.2458	28.8221	0.7029	0.0103	0.4359
4.5391	28.8349	0.6871	0.0115	0.5316
3.4163	29.0861	0.9151	0.0147	0.5020
4.5415	28.8093	0.7765	0.0980	2.3197
2.6954	28.7954	0.7226	0.0353	2.2485
1.9781	28.4052	0.3545	-0.0058	2.5994
-2.9176	28.3340	0.4193	-0.0811	2.7279
0.6323	28.4446	0.5765	-0.0372	2.4051
2.8968	28.7981	4.0113	0.0006	0.2575
1.8871	28.4145	2.8736	-0.0245	0.2158
1.5049	28.3979	4.3333	-0.0464	0.2792
2.4748	28.4966	5.2720	0.0036	0.3577
3.0171	28.6541	7.5014	0.0024	0.7531
2.3053	28.7190	0.6388	0.0797	4.4925
2.3365	28.8054	0.7379	0.0782	2.5949
2.2909	29.1598	1.0307	0.0589	6.7242
2.2622	29.4387	1.3697	0.0544	5.8292
2.3975	29.8781	1.8186	0.0425	4.3023
4.3954	28.7048	0.0770	0.1122	1.3794
4.5123	28.8154	0.1083	0.1084	0.9706
4.5476	29.1055	0.3999	0.0593	8.7950
3.3892	29.2525	0.4827	0.0290	11.0506
3.3570	29.3427	0.5943	0.0137	5.0039
5.6207	28.7016	0.2878	0.0971	4.7436
7.1697	28.8951	0.2654	0.1478	4.0732

*Investigating the Determinants of Companies' Values*

8.1184	29.0754	0.2149	0.1674	3.7830
7.9872	29.2772	0.2324	0.1372	3.5549
6.9548	29.3459	0.1635	0.1263	3.2665
5.7990	28.6683	0.0709	0.1472	3.4729
5.5793	28.6593	0.0761	0.1565	3.1310
5.0377	28.7255	0.0833	0.1608	2.8055
4.4983	28.7810	0.0906	0.1690	2.8010
4.5786	28.8363	0.1499	0.1989	4.3074
2.0116	28.6610	1.1763	0.0007	0.3867
-18.3782	28.4405	2.0600	-0.1611	1.0872
2.2624	28.5738	1.2464	0.0051	0.7968
0.3075	28.4374	1.8304	-0.1585	1.5738
2.6460	28.4140	1.6031	0.0119	1.6331
3.9814	28.5381	1.7120	0.0115	0.4644
3.9245	28.8146	1.9549	0.0065	0.2488
4.1916	28.7066	1.5166	0.0132	0.3360
4.1901	28.7092	1.4604	0.0155	0.3540
4.4967	28.8527	1.7664	0.0149	0.3521
3.5412	28.4865	0.1114	0.0392	1.0367
-1.3650	28.3845	0.1714	-0.0771	0.7409
0.0372	28.2514	0.2234	-0.1358	0.7857
1.2301	28.2006	0.2389	-0.0483	1.0464
1.1777	28.1642	0.2580	-0.0465	1.1019
3.9734	28.4564	0.2485	0.0559	0.5743
2.5879	28.5687	0.3308	0.0008	0.1197
3.1234	28.5382	0.1979	0.0200	0.2570
3.6037	28.5208	0.1351	0.0467	0.3855
3.1356	28.5402	0.1313	0.0446	0.6640
8.8665	28.4335	3.0286	0.3563	45.4655
6.3505	28.3734	1.7409	0.2365	22.5412
8.9979	28.4530	1.7723	0.4317	30.1682
11.0694	28.5513	1.3571	0.5267	27.0571
9.8895	28.6921	1.4749	0.4239	28.8753

**APENDIKS**  
**SmartPLS 3.0 REPORT**

**Descriptive Statistics**

	Missing	Mean	Median	Min	Max	Standard Deviation	Excess Kurtosis	Skewness
VAIC	0	4.029	3.723	-18.378	15.498	3.165	11.279	-1.228
Ln (Total Aset)	0	29.886	29.675	27.098	33.474	1.145	0.041	0.672
DER	0	1.113	0.962	-8.338	11.098	1.433	19.078	0.717
ROA	0	0.05	0.033	-0.392	0.527	0.11	4.755	1.029
PBV	0	3.779	1.092	-2.695	82.444	9.674	31.088	5.275

**R Square**

	R Square	R Square Adjusted
Kinerja Keuangan	0.369	0.362
Nilai Perusahaan	0.525	0.517

**Path Coefficients**

**Mean, STDEV, T-Values, P-Values**

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values
Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.804	0.816	0.050	15.970	<b>0.000</b>
Modal Intelektual -> Kinerja Keuangan	0.604	0.609	0.047	12.922	<b>0.000</b>
Modal Intelektual -> Nilai Perusahaan	-0.158	-0.159	0.038	4.175	<b>0.000</b>
Struktur Modal -> Kinerja Keuangan	-0.132	-0.132	0.088	1.493	<b>0.136</b>
Struktur Modal -> Nilai Perusahaan	0.182	0.182	0.069	2.631	<b>0.009</b>
Ukuran Perusahaan -> Kinerja Keuangan	0.037	0.036	0.063	0.595	<b>0.552</b>
Ukuran Perusahaan -> Nilai Perusahaan	-0.070	-0.074	0.039	1.826	<b>0.068</b>

### Total Indirect Effects

Mean, STDEV, T-Values, P-Values

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ( O/STDEV )	P Values
Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan					
Modal Intelektual -> Kinerja Keuangan					
Modal Intelektual -> Nilai Perusahaan	0.486	0.497	0.053	9.203	<b>0.000</b>
Struktur Modal -> Kinerja Keuangan					
Struktur Modal -> Nilai Perusahaan	-0.106	-0.107	0.072	1.477	<b>0.140</b>
Ukuran Perusahaan -> Kinerja Keuangan					
Ukuran Perusahaan -> Nilai Perusahaan	0.030	0.028	0.051	0.593	<b>0.553</b>

### Specific Indirect Effects

Mean, STDEV, T-Values, P-Values

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ( O/STDEV )	P Values
Modal Intelektual -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.486	0.497	0.053	9.203	<b>0.000</b>
Struktur Modal -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	-0.106	-0.107	0.072	1.477	<b>0.140</b>
Ukuran Perusahaan -> Kinerja Keuangan -> Nilai Perusahaan	0.030	0.028	0.051	0.593	<b>0.553</b>