



**Website:**  
ejournal.umm.ac.id/index.php/jaaayu

**Afiliasi:**  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis,  
Universitas Muhammadiyah  
Lamongan, Jawa Timur, Indonesia

**\*Correspondence:**  
Lenysuzan@telkomuniversity.ac.id

**DOI:** [10.22219/jaa.v6i3.27406](https://doi.org/10.22219/jaa.v6i3.27406)

**Sitasi:**  
Suzan, L., & Supriyadiputri, M, U.  
(2023). Pengaruh Intellectual Capital,  
Growth Opportunity, dan Cash  
Holding Terhadap Nilai Perusahaan.  
*Jurnal Akademi Akuntansi*, 6(3), 370-  
384.

**Proses Artikel  
Diajukan:**  
23 Juni 2023

**Direviu:**  
2 Juli 2023

**Direvisi:**  
18 Juli 2023

**Diterima:**  
24 Agustus 2023

**Diterbitkan:**  
25 Agustus 2023

**Alamat Kantor:**  
Jurusan Akuntansi Universitas  
Muhammadiyah Malang  
Gedung Kuliah Bersama 2  
Lantai 3.  
Jalan Raya Tlogomas 246,  
Malang, Jawa Timur,  
Indonesia

P-ISSN: 2715-1964  
E-ISSN: 2654-8321

**Type Artikel:** Paper Penelitian

## **PENGARUH INTELLECTUAL CAPITAL, GROWTH OPPORTUNITY, DAN CASH HOLDING TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

**Leny Suzan\*<sup>1</sup>, Mentari Utami Supriyadiputri<sup>2</sup>**

### **ABSTRACT**

**Purpose:** Firm value is a shareholder perception resulting from the company's performance during the course of business. One of the impressions resulting from the worth of the firm is the value of the stock price. In line with the phenomenon raised regarding the share prices of Indonesia pulp and paper companies listed on Indonesia Stock Exchange and pulp and paper companies in Asia, this is certainly a phenomenon that is used a study. The purpose of this study is to ascertain how Intellectual Capital, Growth Opportunity, and Cash Holding have simultaneous and partial effects on Firm Value.

**Methodology/approach:** This study used quantitative methods. The research sample technique used purposive sampling which resulted in 7 pulp and paper companies conducting an Intial Public Offering (IPO) on the Indonesia Stock Exchange with a period of five years. The e-views statistical processing program version 12.0 was utilized to support the regression analysis of panel data used in this study.

**Findings:** The results showed that intellectual capital, growth opportunity, and cash holding had an influence on the firm value simultaneously by 98.20%. Partially, growth opportunity shows that there is an influence on the firm value. While financial holdings and intellectual capital have little impact on the firm's worth.

**Practical and Theoretical contribution/Originality:** This research contributes to the reader with the novelty of variables and theories used by researches, thus adding broader insight.

**Research Limitation:** Based on the findings obtained, there are limitations in this study, namely intellectual capital measured by the VAIC™ indicator and cash holding measured by the CASH indicator cannot be used as an illustration of how to achieve good firm value, the object of research only uses pulp and paper companies that conduct IPOs on the Indonesia Stock Exchange.

**KEYWORDS:** Cash Holding, Firm Value, Intellectual Capital, Growth Opportunity.

### **ABSTRAK**

**Tujuan penelitian:** Nilai perusahaan adalah sebuah persepsi pemegang saham yang dihasilkan dari kinerja



perusahaan selama menjalankan bisnis. Nilai harga saham termasuk salah satu persepsi yang timbul dari nilai perusahaan. Sejalan dengan fenomena yang diangkat mengenai harga saham perusahaan pulp dan kertas indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan pulp dan kertas di asia, hal ini tentu menjadi suatu fenomena yang dijadikan sebuah penelitian.

**Metode/pendekatan:** Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh simultan dan parsial *Intellectual Capital*, *Growth Opportunity*, dan *Cash Holding* terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Teknik sampel penelitian menggunakan *purposive sampling* yang menghasilkan 7 perusahaan pulp dan kertas yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia dengan periode lima tahun. Analisis regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini dan didukung oleh alat pengolah statistik e-views versi 12.0.

**Hasil:** Hasil penelitian menunjukkan bahwa *intellectual capital*, *growth opportunity*, dan *cash holding* memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan secara simultan sebesar 98,90%. Secara parsial, *growth opportunity* menunjukkan terdapat pengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *intellectual capital* dan *cash holding* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

**Kontribusi Praktik dan Teoretis/Orisinalitas:** Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap pembaca dengan adanya kebaruan variabel dan teori yang digunakan oleh peneliti, sehingga menambah wawasan yang lebih luas.

**Keterbatasan Penelitian:** Berdasarkan hasil temuan yang diperoleh, terdapat keterbatasan dalam penelitian ini yaitu *intellectual capital* yang diukur dengan indikator VAICT<sup>TM</sup> dan *cash holding* yang diukur dengan indikator CASH tidak dapat dijadikan gambaran bagaimana mencapai nilai perusahaan yang baik., objek penelitian hanya menggunakan perusahaan pulp dan kertas yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

**KATA KUNCI:** *Cash Holding*, *Intellectual Capital*, *Growth Opportunity*, Nilai Perusahaan.

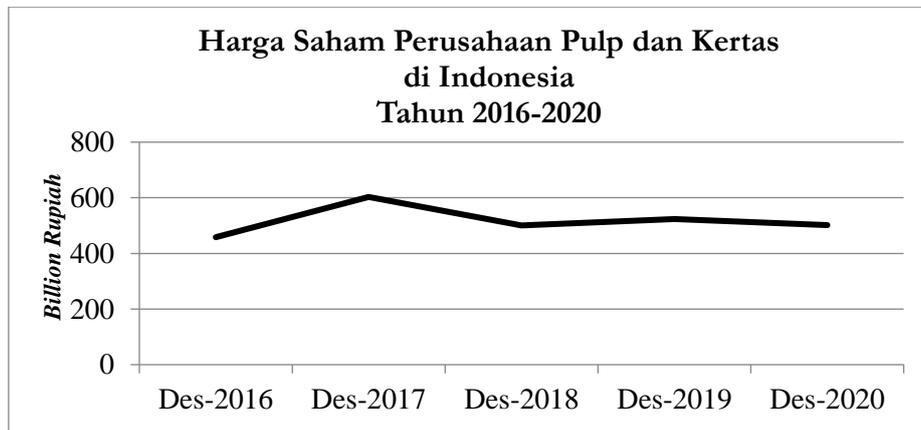
## PENDAHULUAN

### JAA 6.3

Setiap perusahaan dituntut untuk membuat dan menerbitkan laporan keuangan *audited* dan *unaudited* setiap periode untuk membandingkan dan mengetahui sejauh mana perkembangan perusahaan telah dilakukan. Laporan keuangan ini dibuat berdasarkan tujuan utama setiap perusahaan yang baru didirikan, yaitu menghasilkan laba setiap tahunnya agar bisnis tetap berjalan lancar terutama secara operasional. Karena telah

dikaitkan dengan keuntungan atau laba yang diperoleh perusahaan dalam menjalankan usahanya selama ini, maka laporan keuangan yang dikeluarkan oleh manajemen perusahaan akan memberikan nilai bagi perusahaan. Agar publik dan pemegang saham memiliki kepercayaan terhadap perusahaan. Indikator uji nilai pasar yaitu nilai pasar laporan keuangan yang diterbitkan (Ulum, 2017).

Shareholder akan menimbulkan persepsi pembayaran dividen yang besar dan menguntungkan apabila perusahaan memiliki nilai yang maksimal. Karena konsisten dan memiliki kemampuan untuk naik, maka harga saham perusahaan juga akan meningkat. Hal ini berkaitan dengan industri pulp dan kertas secara dunia dan Indonesia antara tahun 2016 hingga 2020. Bermula dari penutupan bisnis pulp dan kertas oleh pemerintah China pada akhir tahun 2016 dengan tujuan untuk mengurangi polusi udara. Penutupan pabrik dilakukan dengan mengurangi pasokan di pasar internasional, termasuk Indonesia. Akibatnya, berimplikasi pada harga industri pulp dan kertas global yang menyebabkan harga berfluktuasi hingga 875 USD per ton dan penurunan harga portofolio menjelang akhir tahun 2017 karena kurangnya kegiatan usaha. Tidak hanya berdampak pada dunia, harga pulp dan kertas di Indonesia juga cenderung berfluktuasi secara signifikan di tahun-tahun mendatang. Berikut adalah perkembangan harga saham pulp dan kertas di Indonesia:



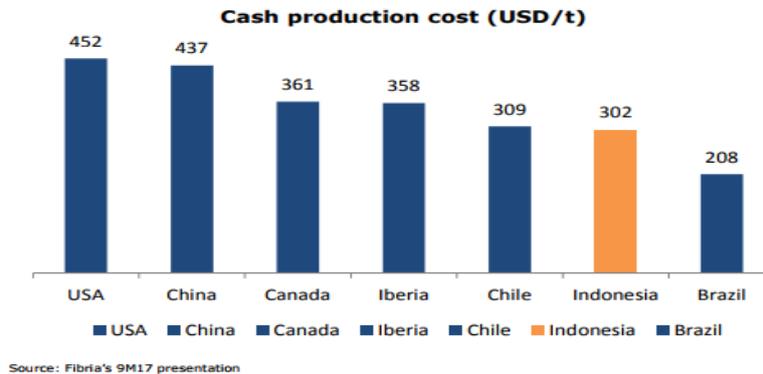
**Gambar 1.**  
Harga saham  
Perusahaan  
Pulp dan  
Kertas di  
Indonesia  
Tahun 2016-  
2020

*Data yang diolah (2023)*

Terjadi pasang surut harga saham pulp dan kertas Indonesia antara tahun 2016 dan 2020. Harga saham naik sebesar 602,95 juta rupiah tahun 2017 sedangkan tahun 2016 hanya sebesar 458,39 juta rupiah. Nilai tersebut menunjukkan tertinggi dari tahun sebelumnya. Sebagai dampak dari penerapan strategi pemerintah China menutup perusahaan pulp dan kertas, harga saham tahun 2018 turun dari tahun sebelumnya menjadi 500,11 juta rupiah. Biaya stok pulp dan kertas di Indonesia kembali naik perlahan di tahun 2019 menjadi 523,21 juta rupiah. Situasi yang sama terjadi pada tahun 2020, dimana terjadi penurunan yang signifikan sebesar 501,91 juta rupiah dari tahun sebelumnya. Kejatuhan ini disebabkan oleh masuknya Covid-19 pada 2019–2020, yang berdampak pada semua industri bisnis. Kesimpulan tersebut antara tahun 2017 dan 2020 periode penelitian, terdapat tren naik dan turun yang cukup besar pada harga saham rata-rata pulp dan kertas.

Fenomena lainnya terjadi pada perusahaan pulp dan kertas Indonesia berada di urutan kedua terendah setelah Brazil dalam kategori harga produksi komoditas pada tahun 2018–2019. Berkat pasokan produk pulp, kertas, dan tisu yang melimpah, Indonesia mampu menjaga harga komoditas terkait produksi setiap tahun tetap terkendali. Meskipun memiliki harga terendah kedua di antara Amerika Serikat, Cina, Kanada, Iberia, Chili, Indonesia, dan Brasil, perusahaan pulp dan kertas Indonesia terus mencatat harga terendah untuk

mencapai nilai pasar yang kuat dan diantisipasi akan mengalami kenaikan tahunan. Bagan harga untuk lima negara disediakan di bawah ini:



**Gambar 2.** Harga Nilai Produksi Komoditas Pulp dan Kertas di Berbagai Negara

Membandingkan biaya produksi untuk enam perusahaan pulp dan kertas, Amerika Serikat menjadi yang teratas dengan biaya produksi sebesar 452 USD/t, diikuti oleh China dengan biaya produk sebesar 437 USD/t. Dengan harga produk 361 USD/t Kanada berada di urutan ketiga. Dengan 358 USD/t Iberia berada di posisi keempat. Dengan biaya produksi 309 USD/t, Chili juga berada di posisi kelima. Selain itu, dipegang oleh Indonesia yang harga produksinya 302/t, dan Brazil harga produksi paling rendah di 208/t.

Hal ini mengakibatkan adanya AS mengklaim bahwa Indonesia terlibat dalam dumping produk kertas *coated* dan *uncoated* bersubsidi dari Indonesia dalam situasi pasar khusus dengan harga jual jauh di bawah harga wajar sehingga menyebabkan kesalahan dalam penentuan harga acuan AS. Perusahaan Indonesia menagih AS untuk mensubsidi barang ekspor ketika AS menyebutkan bahwa harga pulp Malaysia lebih tinggi dari Indonesia. Negara-negara lain, seperti Australia bersama dengan Amerika Serikat, menuduh Indonesia melakukan aksi dumping. Tuntutan serupa telah dilontarkan oleh Australia terhadap perusahaan pulp dan kertas Indonesia yang memproduksi kertas fotokopi A4 untuk barang-barang yang masih menjadi subyek negosiasi Organisasi Perdagangan Dunia.

### Pengaruh Teori Sinyal Terhadap Nilai Perusahaan

Teori sinyal digunakan untuk penelitian ini karena prinsip *signaling theory* memberikan saran atau informasi kepada investor tentang prospeknya di masa depan dengan melakukan aktivitas tertentu (Brigham, Eugene F., Houston, 2014). Teori ini sangat berguna bagi para pemangku kepentingan ketika memutuskan apakah akan berinvestasi dalam suatu entitas, karena memberikan data deskriptif yang dituangkan melalui laporan keuangan organisasi memberikan informasi dengan menawarkan perbandingan antara tahun berjalan dan tahun sebelumnya (Ulum, 2017). Untuk itu harga saham perusahaan tinggi mengakibatkan nilai perusahaan baru juga meningkat. Namun, persoalan berbagai nilai perusahaan yang ada dalam penelitian tercipta akibat fluktuasi nilai saham perusahaan pulp dan kertas Indonesia seperti yang dilaporkan dalam laporan keuangan.

### Pengembangan Hipotesis

#### Pengaruh *Intellectual Capital* Terhadap Nilai Perusahaan

Salah satu fungsi modal intelektual untuk menciptakan nilai yang maksimal bagi perusahaan. Karena investor akan merespons baik dengan modal intelektual yang kuat dengan memperluas modal (Awaliyah & Safriliana, 2016). Hal ini disebabkan oleh pertumbuhan aset tahunan menunjukkan kapasitas perusahaan untuk mempengaruhi kenaikan nilai saham. Modal intelektual atau *intellectual capital* adalah jenis aset tidak

berwujud yang mencakup hal-hal seperti pekerja, infrastruktur, dan kekayaan intelektual dan mencoba membuat bisnis lebih kompetitif (Ulum, 2017). Nilai positif akan muncul dari nilai perusahaan jika nilai pasar melebihi nilai buku, karena investor pasar modal akan lebih menghargai keunggulan harga saham naik sebab permintaan meningkat. Gagasan ini mengiring modal intelektual memengaruhi nilai perusahaan melalui strategi ini.

### **H1: *Intellectual capital* memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan**

Variabel ini memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yang juga sejalan dengan penelitian Suzan & Utari (2022) tentang “*capital structure, managerial structure, intellectual capital* terhadap nilai perusahaan” dimana mengungkapkan bahwa berpengaruh secara parsial. Namun bertolak belakang dengan temuan Joveanty & Suzan (2022) tentang “*intellectual capital, board diversity*, kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan” bahwa secara parsial tidak berpengaruh. Karena output karakteristik dalam modal intelektual sangat dapat dieksploitasi dan kompleks.

### **Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan**

Peluang pertumbuhan dipandang oleh entitas sebagai peluang untuk melakukan investasi yang menguntungkan di masa depan. Peluang pertumbuhan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, karena investor dapat memutuskan keputusan berdasarkan laporan keuangan perusahaan dan investasi yang sukses dibuktikan dengan pengembalian yang signifikan kepada pemegang saham seperti yang tercantum dalam laporan keuangan. Gagasan ini mengiring peluang pertumbuhan berdampak pada nilai perusahaan.

### **H2: *Growth opportunity* memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan**

Variabel independen ini berpengaruh pada variabel dependen sehingga sejalan dengan penelitian Adhitya Ananda & Nugraha Ardana P (2018) berjudul “*Growth opportunity* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal” yang menemukan bahwa prospek peluang pertumbuhan berdampak pada nilai perusahaan sampai batas tertentu. Namun bertolak belakang dengan hasil analisis Burhanuddin (2022) tentang “*Capital structure and growth opportunity on firm value*” bahwa secara parsial peluang pertumbuhan tidak berpengaruh. Karena ada anggapan kebenaran tentang upaya peningkatan nilai perusahaan yang membutuhkan pinjaman uang dari sumber eksternal dan menimbulkan reaksi negatif dari pasar.

### **Pengaruh *Cash Holding* Terhadap Nilai Perusahaan**

Mengembalikan uang investasi dan membangun arus kas yang unggul diperlukan di masa depan dalam upaya meningkatkan nilai dimasa depan. Karena itu menumbuhkan nilai perusahaan memerlukan penyimpanan kas. Indikasi yang dikenal sebagai “*cash holding* atau kepemilikan kas” akan diberikan kepada pemegang saham dan mungkin memperhitungkan investasi tunai aktual perusahaan. Oleh karena itu, kebutuhan kas dan investasi di masa mendatang akan terkait dengan nilai perusahaan. Setiap perkembangan dan pertumbuhan bisnis sangat bergantung pada arus kasnya, sehingga nilai perusahaan akan terpengaruh (Wahjoe Hapsari & Nabila Roma Norris, 2022). Gagasan ini mengarah pada hipotesis bahwa kepemilikan kas berdampak pada nilai perusahaan.

### **H3: *Cash holding* memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan**

Variabel ini memiliki pengaruh terhadap variabel dependen karena sejalan dengan penelitian Ifada et al (2020) tentang “*The Role of Cash Holding in Increasing on Firm Value*”. Namun bertolak belakang dengan penelitian Ajeng & Suzan (2021) mengenai “*Financial leverage, Cash Holding, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan*” dengan

memiliki hasil secara parsial kepemilikan kas tidak berpengaruh. Untuk itu kepemilikan kas memiliki dampak pada nilai perusahaan.

#### **Pengaruh *Intellectual Capital*, *Growth Opportunity*, dan *Cash Holding* Terhadap Nilai Perusahaan**

Setelah terbentuknya hipotesis secara parsial yang dilandaskan dengan teori relevan, maka terdapat hipotesis secara simultan pada penelitian ini yakni *Intellectual Capital*, *Growth Opportunity*, dan *Cash Holding* memiliki pengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

#### **H4: *Intellectual Capital*, *Growth Opportunity*, *Cash Holding*, dan Nilai Perusahaan secara simultan memiliki pengaruh.**

Dengan adanya hasil penelitian dan variabel yang berbeda-beda dari penelitian sebelumnya, maka adanya kebaruan penelitian yang dilakukan pada saat ini yakni "Pengaruh *Intellectual capital*, *Growth Opportunity*, dan *Cash Holding* Terhadap Nilai Perusahaan". Sehingga dapat menciptakan pandangan baru, dan wawasan baru pada variabel ini.

Bertujuan: Pertama, mengetahui pengaruh *intellectual capital*, *growth capital*, dan *cash holding* secara simultan terhadap nilai perusahaan pulp dan kertas tahun 2016-2020. Kedua, untuk mengetahui secara parsial pada *intellectual capital* yang berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan pulp dan kertas tahun 2016-2020. Ketiga, untuk mengetahui secara parsial *growth capital* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan pada studi perusahaan pulp dan kertas tahun 2016-2020. Keempat, untuk mengetahui secara parsial *cash holding* dengan memiliki nilai berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan pulp dan kertas tahun 2016-2020.

## **METODE**

### **Populasi Penelitian**

Berdasarkan pengungkapan [Prof. Dr. Sugiyono \(2013\)](#) Populasi merupakan penyamarataan wilayah yang terdiri dari hal-hal yang dipilih untuk diteliti guna menarik kesimpulan ([Prof. Dr. Sugiyono, 2013](#)). Sebanyak 84 perusahaan pulp dan kertas di Indonesia menjadi populasi dalam penelitian ini.

### **Sampel Penelitian**

Sangat penting untuk memiliki perwakilan dari populasi karena seorang peneliti tidak dapat sepenuhnya mengevaluasi suatu populasi. Sampel merupakan mewakili representasi dari ukuran dan susunan populasi ([Prof. Dr. Sugiyono, 2013](#)). Penelitian ini menggunakan teknik *Purposive sampling* dengan menggunakan faktor-faktor tertentu diperhitungkan ([Prof. Dr. Sugiyono, 2013](#)). Klasifikasi klasifikasi sampel berikut ini :

1. Perusahaan pulp dan kertas melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020.
2. Perusahaan pulp dan kertas yang melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia namun tidak melakukan penerbitan secara konsisten *annual report*, dan *sustainability report* periode 2016-2020.

**Tabel 1.**  
Kriteria  
Sampel  
Penelitian

No	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan pulp dan kertas melakukan <i>Initial Public Offering</i> di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020.	9
2.	Perusahaan pulp dan kertas yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> di Bursa Efek Indonesia namun tidak melakukan penerbitan secara konsisten <i>annual report</i> , dan <i>sustainability report</i> periode 2016-2020.	(2)
	Total Sampel Perusahaan	7
	Total data perusahaan yang diolah (7 x 5 tahun)	35
	Total data observasi	35

Pemilihan sampel di atas menganalisis 7 perusahaan pulp dan kertas yang melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia tahun penelitian 2016–2020 menghasilkan total 35 observasi.

### Operasional Variabel

#### Variabel Dependen

##### Nilai Perusahaan

Investor mempercayai kemampuan perusahaan untuk menangani uang mereka dengan mempelajari informasi dari pasar modal atau lebih sering dengan memperhatikan laporan keuangan perusahaan (Jovanty & Suzan, 2022). Harga saham mewakili sudut pandang nilai perusahaan yang didukung dalam isu penelitian oleh berfluktuasi harga saham pulp dan kertas Indonesia tahun 2016 hingga 2020 dan menyebabkan berbagai sudut pandang investor. Berikut rumus indikator uji variabel dependen :

$$\text{Price to Book Value (PBV)} = \frac{\text{Harga saham per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

#### Variabel Independen

##### Intellectual Capital

Indikator uji *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC™) sesuai dengan penelitian (Ulum, 2017). Perhitungan ini memiliki signifikansi tambahan (*valued added*) karena telah ditingkatkan menjadi lebih rumit dan menggunakan akun dari laporan laba rugi dan neraca.

A. *Valued Added* (VA) pada indikator VAIC™

$$iB - VA = OP + EC + D + A$$

Keterangan:

- OP : *Operating Profit* yang berasal dari laba usaha
- EC : *Employee Cost* berasal dari beban yang diberikan kepada karyawan
- D : *Depreciation*
- A : *Amortization*

B. Perhitungan umum modal intelektual dengan menggunakan VAIC™

$$\text{VAIC}^{\text{TM}} = \text{VACA} + \text{VAHU} + \text{STVA}$$

Keterangan:

VACA: Total indikator yang memperhitungkan dengan membagi nilai tambah dan *capital employee* (total ekuitas).

VAHU: Total indikator yang memperhitungkan dengan membagi nilai tambah dan *human capital* (beban karyawan).

STVA: Total indikator yang memperhitungkan dengan membagi beban karyawan (HC) dan nilai tambah.

### ***Growth Opportunity***

Peluang pertumbuhan merupakan seberapa besar entitas dapat menempatkan posisinya dalam sistem perekonomian (Burhanuddin, 2022). Peluang pertumbuhan dilakukan dengan menggunakan strategi yang telah direncanakan oleh manajemen perusahaan. Entitas akan berkembang dengan cepat setelah pendekatan strategi berhasil. *Market to Book Total Equity* (MBTE) merupakan salah satu indikator strategi dalam peluang pertumbuhan. Indikator ini memperhitungkan kemungkinan bahwa entitas dengan ruang pengembangan yang signifikan mungkin dapat menghemat biaya dengan menghilangkan kebutuhan perantara untuk berfungsi sebagai penghubung antara pemegang saham dan manajemen.

$$\text{MBTE} = \frac{(\text{Lembar saham beredar} \times \text{harga saham})}{\text{Total Ekuitas}}$$

### ***Cash Holding***

Aktivitas bisnis entitas sangat bergantung pada kepemilikan kas karena merupakan aset yang relatif likuid yang membantu mencegah masalah keuangan (Ajeng & Suzan, 2021). Hal ini dikarenakan masing-masing akun kas perusahaan berisi tingkatan untuk mengevaluasi insentif tunai transaksional, insentif preventif, insentif pajak, dan insentif keagenan (Bates et al., 2009). Dengan mengelola dan menjaga likuiditas yang stabil, kepemilikan kas digunakan untuk menilai nilai perusahaan.

$$\text{Cash} = \frac{(\text{Kas} + \text{Setara Kas})}{\text{Total Aset}}$$

### **Teknik Analisis Data**

Berikut ini adalah langkah-langkah dalam analisis data yang dilakukan:

1. Statistik Deskriptif  
Dengan menelaah mean, standar deviasi, nilai minum, dan maksimum variabel independen penelitian akan dilakukan analisis dan disajikan informasi tentang variabel independen tersebut.
2. Uji Asumsi Klasik  
Penelitian ini menggunakan uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Karena model regresi data panel yang dipilih menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan teknik *Least Square Dummy Variable* (LSDV), yang akan memberikan hasil yang tidak akurat jika tes telah dijalankan.
3. Analisis Regresi Data Panel  
Regresi data panel menggabungkan *data cross sectional* dan *time series*. *Data cross section* adalah data yang dikumpulkan pada lokasi dan waktu tertentu yang hanya dilakukan satu kali seperti yang ditentukan oleh peneliti, sedangkan *data time series* adalah data yang dikumpulkan secara kronologis, dalam kurun waktu yang sama, dengan menggunakan alat penelitian yang sama. dan item. Variabel independen dan variabel dependen yang diperhitungkan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel.

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon$$

Keterangan:

Yit	= Nilai perusahaan
$\alpha$	= Konstanta
$\beta 1, \beta 2, \beta 3$	= Koefisien regresi linier setiap variabel
X1	= <i>Intellectual capital</i>
X2	= <i>Growth opportunity</i>
X3	= <i>Cash holding</i>
$\epsilon$	= <i>error</i>

Tiga metode teknik analisis regresi data panel yakni *common effect model* (CEM), *fixed effect model* (FEM), dan *random effect model* (REM) digunakan untuk memilih model yang sesuai.

#### 4. Pengujian Hipotesis

Hipotesis merupakan kesimpulan yang tidak lengkap, penelitian harus dilengkapi dengan penyelidikan tambahan ([Prof. Dr. Sugiyono, 2013](#)). Dalam penelitian ini terdiri dari pengujian hipotesis simultan (Uji F), koefisien determinasi (R-Squared), dan parsial (Uji T).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Gambaran Umum Objek

Di sektor manufaktur pulp dan kertas, perusahaan mengubah sejumlah besar bahan mentah seperti kayu menjadi produk jadi seperti pulp, kertas, dan tisu. Saat ini ada 84 perusahaan pulp dan kertas yang beroperasi di Indonesia dan 9 diantaranya telah menyelesaikan penawaran umum perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia. Namun, selama periode penelitian lima tahun, hanya 7 perusahaan yang mampu melengkapi sampel.

### Deskriptif Statistik

Tabel 2.  
Hasil  
Deskriptif  
Statistik  
Keseluruhan  
Variabel

	Nilai Perusahaan (PBV)	<i>Intellectual Capital</i> (VAIC™)	<i>Growth Opportunity</i> (MBTE)	<i>Cash Holding</i> (CASH)
Mean	1.1940	40.4225	1.1971	0.0422
Median	0.7500	31.9977	0.7007	0.0370
Maximum	4.8400	87.9632	4.4925	0.1052
Minimum	0.1500	20.9814	0.1379	0.0001
Std. Dev.	1.2983	21.2278	1.2452	0.0301

Sumber : E-Views Versi 12 Output (2023)

Temuan analisis deskriptif digunakan untuk membandingkan nilai mean dengan standar deviasi. Nilai perusahaan memiliki nilai mean berdasarkan temuan studi 1.1940 dan standar deviasi 1.2983. Artinya terdapat distribusi data nilai perusahaan dalam penelitian ini karena nilai mean lebih kecil dari standar deviasinya.

Variabel independen *Intellectual Capital* dengan memiliki nilai mean 40.42251 dan nilai standar deviasi sebesar 21.22786. Artinya variabel *Intellectual Capital* memiliki data yang tidak berubah / tidak bervariasi pada periode penelitian.

Variabel independen *Growth Opportunity* dengan memiliki nilai mean 1.197133 dan standar deviasi 1.245253. Artinya bahwa variabel *growth opportunity* dalam penelitian ini mengandung data bervariasi pada periode penelitian.

Variabel independen *Cash Holding* dengan memiliki nilai mean 0.042243 dan standar deviasi 0.030116. Artinya data tidak berubah pada periode penelitian.

**379 Uji Asumsi Klasik**  
**Uji Multikolinieritas**

Sesuai dengan ketentuan uji multikolinieritas penelitian ini, jika nilai koefisien antar variabel independen <0,8 maka tidak terjadi multikolinieritas.

	VAIC™	MBTE	CASH
VAIC™		0.428109	0.301818
MBTE	0.428109		-0.228114
CASH	0.301818	-0.228114	

**Tabel 3.**  
Hasil Uji Multikolinieritas

Sumber : E-Views Versi 12 Output (2023)

Berdasarkan temuan tabel 3 mengenai hasil uji multikolinieritas, nilai koefisien antar variabel independen *Growth opportunity* (MBTE) dengan variabel independen *Intellectual capital* (VAIC™) sebesar  $0,42 < 0,80$ , artinya tidak terjadi multikolinieritas pada penelitian.

Pada temuan nilai koefisien antar variabel independen *Cash holding* (CASH) dengan variabel independen *Growth opportunity* (MBTE)  $-0,2 < 0,80$ . Artinya tidak terjadi multikolinieritas pada penelitian.

**Uji Heteroskedastisitas**

Dalam uji heteroskedastisitas merupakan pengujian regresi varian residual dari data observasi. Uji Glejser yang digunakan pada teknik pengujian heteroskedastisitas. Model yang tidak menunjukkan heteroskedastisitas adalah model yang baik. jika nilai probabilitas >0.05 maka tidak ada terjadi heteroskedastisitas pada penelitian.

<b>F-Statistic</b>	<b>2.301294</b>
<b>Probab.</b>	<b>0.6678</b>
Keterangan	Tidak terjadi heteroskedastisitas.
Dependent Variable : PBV	

**Tabel 4.**  
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Sumber : E-Views Versi 12.0 Output (2023)

Terlihat pada tabel 4 nilai probabilitas variabel dependen (PBV) sebesar 0,66. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas dan signifikansinya lebih dari 0,05.

**Pemilihan Data Panel**

**Uji Chow**

Tes Chow adalah tes yang digunakan untuk memutuskan antara model *fixed effect* atau model *common effect*. Adapun kriteria yang digunakan untuk menilai hipotesis: Nilai probabilitas *cross-section*  $F > 0,05$  maka  $H_0$  diterima, maka model regresi yang paling tepat adalah *common effect model*, dan nilai probabilitas *cross-section*  $F < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak, maka model regresi yang paling tepat adalah *fixed effect model*.

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.355338	(6,25)	0.0000
Cross-section Chi-square	41.202069	6	0.0000

**Tabel 5.**  
Hasil Uji Chow

Sumber : E-Views Versi 12.0 Output (2023)

Berdasarkan temuan tabel 5 untuk uji Chow, dapat ditarik kesimpulan bahwa *cross section chi-square* dengan nilai statistik 41.202069 dan nilai *probability* 0.0000. Probabilitasnya kurang

dari 0,05, maka H0 ditolak; H1 disetujui. Artinya terpilih *Fixed Effects Model* pada penelitian ini.

### Uji Hausman

Kriteria berikut digunakan untuk menilai hipotesis: nilai probabilitas cross-section  $F > 0,05$  artinya H0 diterima, model regresi yang paling tepat adalah *random effect model*. Namun nilai probabilitas cross-section  $F < 0,05$  maka H0 ditolak, model regresi yang paling tepat adalah *fixed effect model*.

**Tabel 6.**  
Hasil Uji  
Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.201534	3	0.0420

Sumber : E-Views Versi 12.0 Output (2023)

Berdasarkan temuan tabel 6 untuk uji hausman, dapat ditarik kesimpulan bahwa *statistic chi square* menunjukkan hasil 8.201534 dengan probabilitas 0.0420  $< 0,05$ , maka H0 ditolak ; H1 disetujui. Artinya *Fixed Effect Model* terbukti menjadi model yang terpilih.

### Analisis Regresi Data Panel

Penelitian ini mempertimbangkan tiga variabel yaitu variabel *intellectual capital*, *growth opportunity*, *cash holding* dan variabel nilai perusahaan, hal ini menghasilkan jumlah derajat kebebasan (*degree of freedom*) yang besar karena banyak data yang akurat.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.283761	0.150123	1.890188	0.0704
VAICTM	0.000848	0.002593	0.326987	0.7464
MBTE	0.698377	0.079583	8.775404	0.0000
CASH	0.944989	2.093617	0.451367	0.6556

#### Effect Specification

#### Cross-section fixed (dummy variables)

R-Squared	0.988025	Mean dependent var	1.194000
Adjusted R-Squared	0.983714	S.D. dependent var	1.298380
S.E of regression	0.165693	Akaike info criterion	-0.522401
Sum squared resid	0.686356	Schwarz criterion	-0.078015
Log likelihood	19.142101	Hannan-Quinn criter.	-0.368999
F-Statistic	229.1912	Durbin-Watson stat	1.911588
Prob (F-Statistic)	0.000000		

Sumber : E-Views Versi 12.0 Output (2023)

Berdasarkan hasil koefisien, diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$PBV = 0.283761 + 0.000848VAICTM + 0.698377MBTE + 0.944989CASH + \epsilon$$

Interpretasi persamaan ini mengarah pada kesimpulan berikut:

1. Nilai konstanta 0.283761 adalah positif. Variabel X dari *Intellectual capital* (VAICTM), *Growth opportunity* (MBTE), dan *Cash holding* (CASH) sebesar 0, dan Variabel Y yakni nilai perusahaan (PBV) dengan nilai 0.283761, hal ini sesuai dengan nilai tersebut.
2. Modal intelektual memiliki koefisien regresi sebesar 0.000848. Ini menunjukkan nilai modal intelektual sebesar 1. Kepemilikan kas tidak bernilai apa-apa karena peluang pertumbuhan, dan akibatnya nilai perusahaan (PBV) turun sebesar 0,000848.

**Tabel 7.**  
Hasil Model  
Regresi Data  
Panel (Fixed  
Effect Model)

3. Peluang pertumbuhan memiliki koefisien regresi sebesar 0.698377. artinya potensi pengembangan bernilai 1. Terjadi peningkatan nilai perusahaan (PBV) sebesar 0.698377 unit meskipun modal intelektual dan kepemilikan kas tidak memiliki nilai.
4. Koefisien regresi 3 kepemilikan kas adalah 0.944989. Hasilnya, nilai perusahaan (PBV) adalah 0.944989 unit karena kepemilikan kas bernilai 1, modal intelektual bernilai 0, dan peluang pertumbuhan bernilai 0.

### Pengujian Hipotesis

#### Uji Simultan (Uji F)

Uji-F dikenal digunakan untuk menentukan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari tabel 7 mengenai hasil model regresi data panel menunjukkan nilai probabilitas (F-statistik) untuk uji simultan atau disebut juga uji F pada penelitian ini adalah 0.000000 yang menunjukkan bahwa  $<0.05$ . Artinya  $H_0$  ditolak tetapi  $H_1$  disetujui. Dengan demikian, selama periode 2016 hingga 2020, perusahaan di subsektor pulp dan kertas akan merasakan dampak besar dari *Intellectual Capital* (VAICTM), *Growth Opportunity* (MBTE), dan *Cash Holding* (CASH).

#### Uji Koefisien Determinasi (R-Squared)

Sesuai tabel 7 mengenai hasil model regresi data panel bahwa R-Squared sebesar 0.988025 atau 98.80%, yang menggambarkan seberapa penting indikator PBV dapat meramalkan nilai perusahaan ketika menggunakan modal intelektual, potensi pertumbuhan, dan kepemilikan kas. Sedangkan 1.20% dipengaruhi oleh variabel lain.

#### Uji Parsial (Uji T)

Berikut penjelasan uji parsial (Uji T) berdasarkan data pada tabel 7 model regresi data panel:

##### A. Variabel *Intellectual Capital* (VAICTM) (X1)

Temuan hasil pengujian nilai probabilitas VAICTM sebesar 0.7464 yaitu lebih dari 5%. Artinya bahwa modal intelektual tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

##### B. Variabel *Growth Opportunity* (MBTE) (X2)

Temuan pengujian mengungkapkan bahwa nilai probabilitas untuk MBTE sebesar 0.00000 yakni kurang dari 5%. Ini menunjukkan peluang pertumbuhan memiliki pengaruh dan bernilai positif terhadap nilai perusahaan.

##### C. Variabel *Cash Holding* (CASH) (X3)

Temuan hasil pengujian nilai probabilitas untuk CASH sebesar 0.6556, lebih tinggi dari 5%. Hal ini menggambarkan bahwa CASH tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

### Pembahasan

Pengaruh *Intellectual Capital*, *Growth Opportunity*, *Cash Holding* Terhadap Nilai Perusahaan

Karena nilai probabilitas (*F-Statistic*)  $<0.05$ , maka  $H_1$  diterima dan  $H_0$  ditolak sesuai dengan tabel 7 yang mencantumkan temuan uji simultan pada penelitian ini. Indikator PBV dengan R-Squared 0.988025, atau 98,80%, yang artinya dapat digunakan untuk menentukan bagaimana modal intelektual, potensi pertumbuhan, kepemilikan kas berdampak pada nilai perusahaan. Mengingat hal ini, dapat dikatakan bahwa antara tahun 2016 dan 2020, Modal

Intelektual (VAIC™), Peluang Pertumbuhan (MBTE), dan kepemilikan kas (CASH) semuanya secara bersamaan berdampak signifikan pada Nilai Perusahaan (PBV) sebesar 98.80% di perusahaan subsektor pulp dan kertas.

#### Pengaruh *Intellectual Capital* Terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 7 menunjukkan bahwa *intellectual capital* tidak berpengaruh karena memiliki nilai koefisien 0.000848 dan tingkat signifikansi *intellectual capital*  $0.7464 > 0.05$ . Semakin meningkatnya nilai *intellectual capital* suatu perusahaan pulp dan kertas di Indonesia tidak akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dan sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh [Jovanty & Suzan \(2022\)](#) dan [Subaida et al \(2018\)](#) menyatakan bahwa *intellectual capital* tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Karena hal ini IC memiliki nilai tersembunyi yang dapat dieksploitasi, sulit untuk dijelaskan dan temuannya menyimpang secara signifikan dari premis dasar, membuat penggunaannya dalam penelitian ini sangat menantang.

#### Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel *growth opportunity* memiliki pengaruh karena nilai *growth opportunity* pada tabel 7 menunjukkan nilai koefisien 0.698377 dan tingkat signifikansi *growth opportunity*  $0.0000 < 0,05$ . Artinya bahwa kemungkinan rencana pertumbuhan masa depan perusahaan akan dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan adalah rendah, seperti yang ditunjukkan oleh skor tingkat kepentingan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh [Adhitya Ananda & Nugraha Ardana P \(2018\)](#) menyatakan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh dan bernilai positif terhadap nilai perusahaan. Untuk menghasilkan hasil yang tepat, maka cocok untuk mempertimbangkan hubungan antara peluang pertumbuhan dan nilai perusahaan dengan menggunakan indikator tersebut.

#### Pengaruh *Cash Holding* Terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 7 menunjukkan bahwa koefisien CASH model regresi data panel adalah 0.944989 dan ambang batas signifikansinya adalah  $0.6556 > 5\%$ , maka kepemilikan kas tidak berdampak pada nilai perusahaan. Penelitian ini membuat estimasi untuk mengelola dan mempertahankan likuiditas perusahaan yang stabil dengan menggunakan ukuran kepemilikan kas yang tidak dapat diandalkan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh [Widianingrum & Dillak \(2022\)](#) dan [Ajeng & Suzan \(2021\)](#) menyatakan bahwa *cash holding* tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

### SIMPULAN

Dari hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan maka disimpulkan: a) Secara simultan *Intellectual capital*, *Growth Opportunity*, *Cash Holding* memiliki pengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Berdasarkan hasil perhitungan R-squared sebesar 0.988025, atau 98.80%, yang artinya dapat digunakan untuk menentukan bagaimana modal intelektual, potensi pertumbuhan, kepemilikan kas berdampak pada nilai perusahaan. Mengingat hal ini, dapat dikatakan bahwa antara tahun 2016 dan 2020, Modal Intelektual (VAIC™), Peluang Pertumbuhan (MBTE), dan kepemilikan kas (CASH) semuanya secara bersamaan berdampak signifikan pada Nilai Perusahaan (PBV) sebesar 98.80% di perusahaan subsektor pulp dan kertas. b) Secara parsial *Growth opportunity* memiliki dampak positif terhadap nilai perusahaan di perusahaan pulp dan kertas dari tahun 2016 hingga 2020. c) Untuk periode 2016 hingga 2020 pada perusahaan pulp dan kertas, *Intellectual capital* dan *cash holding* tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan.

Terdapat beberapa implikasi riset yakni penambahan pengetahuan dan perspektif yang lebih luas terhadap teori dan variabel yang digunakan. Sehingga bisa dijadikan sebagai acuan bagi akademisi maupun kajian selanjutnya serta mendorong dan memotivasi peneliti selanjutnya. Bagi perusahaan dan investor, sebagai informasi untuk membantu manajemen dalam mengevaluasi nilai perusahaan, modal intelektual, peluang pertumbuhan, dan kepemilikan kas di perusahaan pulp dan kertas. Ada beberapa batasan penerapan penelitian, antara lain : pembahasan pada objek penelitian karena minimnya studi yang menggunakan objek tersebut. Berdasarkan hasil temuan, *intellectual capital* dengan indikator uji VAIC™ dan *cash holding* dengan indikator uji CASH tidak dapat dijadikan gambaran bagaimana cara berpikir untuk mencapai nilai perusahaan yang baik, sehingga perusahaan pulp dan kertas yang dijadikan sampel tahun 2016 sampai dengan tahun 2020 tidak mencerminkan pengaruh variabel *cash holding* dan *intellectual capital* terhadap nilai perusahaan.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Adhitya Ananda, N., & Nugraha Ardana P, I. N. (2018). "Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal (Pada Perusahaan Sektor *Property, Real Estate & Building Construction* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014)". *Journal of Management and Business*, vol.4(2), pp.14–26.
- Ajeng, R. S., & Suzan, L. (2021). "Pengaruh *Financial Leverage, Cash Holding*, dan Pertumbuhan Perusahaan Pada Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan dan Minuman yang terdaftar Di Bursa Efek Indonesia ( BEI ) Periode 2015-2019)". *E-Proceeding of Management*, vol.8(6), pp.8241–8248. <https://doi.org/2355-9357>
- Awaliyah, N., & Safriliana, R. (2016). "Pengaruh *Intellectual Capital* Pada Nilai Perusahaan Perbankan". vol.6(2), pp.913–922.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). "*Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?*". *The Journal of Finance*, vol.64(5), pp.73–90. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Brigham, Eugene F., Houston, J. F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat.
- Burhanuddin. (2022). "*Effect of Capital Structure and Growth Opportunity on Firm Value (Case Study on Manufacturing Companies on the Stock Exchange Indonesian Securities)*". *International Journal of Health, Economics, and Social Sciences (IJHESS)*, vol.4(2), pp.129–139. <https://doi.org/10.56338/ijhess.v4i2.2402>
- Ifada, L. M., Indriastuti, M., & Hanafi, R. (2020). "*The Role of Cash Holding in Increasing Firm Value*". *ResearchGate*, vol.12(2), pp.81–86. <https://doi.org/10.23969/jrak.v12i2.3193>
- Joevanty, H., & Suzan, L. (2022). "Pengaruh *Intellectual Capital, Board Diversity*, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Mirai Management*, vol.7(3), pp.247–255. <https://doi.org/10.37531/mirai.v7i3.2384>
- Mardani, R. (2023). *Uji Asumsi Klasik untuk Regresi Data Panel*. M.Jurnal Bisnis[online]. <https://mjurnal.com/skripsi/uji-asumsi-klasik-untuk-regresi-data-panel/>
- Paramita, R. W. D. (2015). Metode Penelitian Kuantitatif Buku Ajar Perkuliahan Metodologi Penelitian. *Angewandte Chemie International Edition*. STIE Widya Gama.
- Prof. Dr. Sugiyono. (2013). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D. *Alfabeta*,

(edisi 19, nomor 465).

- Rusyanto, J. V., Rate, P. Van, & Untu, V. N. (2022). "Pengaruh Profitabilitas, *Firm Size*, *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Pertambangan Batu Bara Yang Terdaftar Di Bei Periode 2015-2019". *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, vol.10(3), pp.514. <https://doi.org/10.35794/emba.v10i3.42432>
- Subaida, I., Nurkholis, & Mardiaty, E. (2018). "Effect of Intellectual Capital and Intellectual Capital Disclosure on Firm Value". *Journal of Applied Management (JAM)*, vol.16(1), pp.125–135. <https://doi.org/10.21776/ub.jam.2018.016.01.15>
- Suzan, L., & Utari, A. R. (2022). "Effect of Capital Structure, Managerial Ownership, and Intellectual Capital on Firm Value". *Scopus Italianisch*, vol.12(2), pp.173–180.
- Ulum, I. (2017). *Intellectual Capital : Model Pengukuran, Framework Pengungkapan dan Kinerja Organisasi*. Universitas Muhammadiyah Malang.
- Wahjoe Hapsari, D., & Nabila Roma Norris. (2022). "Determinant Of Cash Holding". *Jurnal Akuntansi*, vol.26(3), pp.358–373. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i3.960>
- Widianingrum, H., & Dillak, V. J. (2022). "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Pertumbuhan Perusahaan, dan *Cash Holding* Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis : Open Library Telkom University*, vol.11(1).