

Golden Ratio Capital Structure: Pengaruhnya dalam Performa dan Nilai Perusahaan**Shafa Aulia Zahra Fathonah, Viriany**

Universitas Tarumanagara, Indonesia

Email: shafa.125239207@stu.untar.ac.id, viriany@fe.untar.ac.id

Kata Kunci	Abstrak
Golden Ratio; Struktur Modal; Kinerja Keuangan, Penerimaan Pasar; Tobin's Q.	Struktur modal optimal merupakan isu kritis dalam manajemen keuangan perusahaan, khususnya di sektor industri yang membutuhkan pembiayaan besar. Konsep <i>golden ratio</i> (61.8% utang dan 38.2% ekuitas) yang diadaptasi dari prinsip matematika Fibonacci mulai diaplikasikan dalam keuangan perusahaan karena diyakini dapat menciptakan keseimbangan ideal antara risiko dan return. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal yang memanfaatkan proporsi ideal golden ratio (61,8%) kepada kinerja keuangan (pendapatan dan laba/rugi), penerimaan pasar (harga saham dan rasio EV/EBIT), serta nilai perusahaan (Tobin's Q). Data yang digunakan adalah data laporan tahunan dari perusahaan sektor industri yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode tahun 2014 s.d. 2023. Sampel dipilih menggunakan teknik purposive sampling sehingga total sampel perusahaan adalah 11 perusahaan. Data diolah menggunakan aplikasi GRETJL dan Eviews 12. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah bahwa struktur modal berbasis golden ratio berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q, namun berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pendapatan dan harga saham, serta tidak berpengaruh terhadap laba/rugi dan rasio EV/EBIT. Temuan ini menegaskan bahwa penerapan <i>golden ratio</i> dalam struktur modal perlu mempertimbangkan konteks pasar berkembang seperti Indonesia.
Keywords Golden Ratio; Capital Structure; Financial Performance; Market Acceptance, Tobin's Q.	Abstract Optimal capital structure is a critical issue in corporate financial management, especially in industrial sectors that require large financing. The concept of <i>the golden ratio</i> (61.8% debt and 38.2% equity) adapted from the Fibonacci mathematical principle began to be applied in corporate finance because it was believed to create an ideal balance between risk and return. This study aims to examine the effect of a capital structure that utilizes the ideal golden ratio proportion (61.8%) on financial performance (revenue and profit/loss), market acceptance (stock price and EV/EBIT ratio), and firm value (Tobin's Q). The data used in this research are annual report data from industrial sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2014 to 2023. The sample was selected using a purposive sampling technique, resulting in a total of 11 companies. The data were processed using GRETJL and EViews 12 software. The findings indicate that a golden ratio-based capital structure has a positive and significant effect on firm value as measured by Tobin's Q, but has a negative and significant effect on revenue and stock price. Furthermore, it has no significant effect on profit/loss and the EV/EBIT ratio. These findings confirm that the application of the golden ratio in capital structure needs to consider the context of emerging markets such as Indonesia



PENDAHULUAN

Salah satu kebijakan keuangan yang menjadi perhatian setiap manajemen perusahaan adalah kebijakan struktur modal (Sintyana & Artini, 2018). Struktur modal merupakan kombinasi antara penggunaan modal sendiri dan penggunaan pinjaman jangka panjang sebagai alat pembiayaan dalam perusahaan melakukan operasional dan kegiatan bisnis lainnya sehari-hari. Manajer keuangan perusahaan harus hati-hati dalam menentukan struktur modal yang memengaruhi nilai perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghadapi persaingan ketat di dunia bisnis.

Sesuai dengan Teori Trade off (De Haas & Peeters, 2004) perusahaan mengoptimalkan struktur modalnya karena terdapat trade off antara keuntungan dan kerugian dari pemakaian hutang pada nilai perusahaan. Saat perusahaan meningkatkan proporsi leverage dengan menggunakan lebih banyak penggunaan hutang maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan atas pengurangan pajak dari beban bunga yang juga meningkatkan nilai perusahaan. Namun, peningkatan leverage juga akan menimbulkan kerugian yang meningkatkan biaya langsung berupa biaya administrasi dan hukum serta biaya tidak langsung berupa biaya keagenan (agency cost) yang berhubungan terhadap risiko kebangkrutan yang tinggi dan ketidakmampuan menjalankan bisnis (F. Nosita, 2016).

Struktur modal yang optimal maka akan menghasilkan tingkat pengembalian (turn back) yang optimal sehingga selain perusahaan memperoleh keuntungan, para pemegang saham pun ikut memperoleh keuntungan (Brigham & Houston, 2016). Oleh karena itu pemilihan proporsi utang dan ekuitas yang tepat dibutuhkan, yaitu seberapa besar proporsi modal sendiri dan hutang jangka panjang yang akan digunakan sehingga menghasilkan kinerja keuangan perusahaan yang maksimal (Amin & Cek, 2023).

Penelitian struktur modal telah dilakukan terus menerus selama lebih dari lima dekade dimulai dari Miller dan Modigliani (1958), yang mengarah pada perumusan model dan teori kontemporer. Tema utama yang selama ini diteliti sebagian besar yaitu bagaimana optimalisasi struktur modal. Hingga saat ini, model komprehensif yang telah menggabungkan semua pengamatan empiris terkait struktur modal belum ada, oleh karena itu setiap perusahaan harus mengembangkan sendiri fleksibilitas keuangan dan menetapkan target proporsi di bawah kondisi spesifik yang diberlakukan (Ana Mugoša & Saša Popović, 2021)

Istilah proporsi biasanya merujuk pada keseimbangan atau simetri antara elemen tertentu (Haylock, 2006). Dalam kehidupan sehari-hari, kita menggunakan kata "proporsi" baik untuk hubungan komparatif antara bagian yang berhubungan dengan ukuran atau kuantitas, atau ketika menggambarkan hubungan yang harmonis antar bagian. Dalam matematika, istilah "proporsi" digunakan untuk mendeskripsikan persamaan yang setipe seperti: sembilan berbanding tiga dan enam berbanding dua. Rasio Emas memberi kita perpaduan yang menarik dari dua definisi di dalamnya (Mario Livio, 2002).

Rasio proporsi seperti ini pertama kali disebutkan pada buku II, proposisi XI dari risalahnya *The Elements* (308 SM) oleh Matematikawan Yunani Euclid (sekitar 300 SM), yang juga dikenal sebagai Euclid dari Alexandria atau "bapak geometri". Pada abad ke-12, Leonardo da Pisa seorang ahli matematika, pada buku *Liber Abbaci* memperkenalkan sistem bilangan desimal "Deret Fibonacci" yang ditemukan pada fenomena penjumlahan angka kelahiran kelinci. Sepasang kelinci ditempatkan dalam sebuah kandang untuk mengetahui berapa banyak keturunan yang akan dihasilkan oleh pasangan ini dalam satu tahun jika setiap pasangan kelinci melahirkan sepasang kelinci baru setiap bulannya dimulai dari bulan kedua dalam hidupnya; diasumsikan tidak ada kematian yang terjadi. Hasil penelitian tersebut menemukan deret angka 0, 1, 2, 3, 5, 8, 13,.... dimana ketika angka kelahiran berikutnya dihitung dengan menambahkan dua angka sebelumnya, menghasilkan deret seri yang unik. Bahwa angka apa pun yang dibagi

dengan angka sebelumnya secara asimtotik menghasilkan 1,618. (Ulbert, 2022). Selama 2400 tahun terakhir, Rasio emas telah memukau banyak orang di berbagai bidang (Kham, dkk, 2023). De divina proportione (1509), karya Luca Pacioli adalah awal sejarah modern terkait rasio emas. Dalam buku ini, Pacioli menulis tentang proporsi matematis dan artistik, khususnya matematika rasio emas dan aplikasinya dalam seni dan arsitektur. Buku ini berisi lusinan ilustrasi indah tentang padatan geometris tiga dimensi dan template untuk huruf-huruf kaligrafi yang banyak diantaranya diilustrasi oleh Leonardo da Vinci. Hal ini ditunjukkan oleh hubungan dalam segmen mana pun antara dua panjang yang tidak sama, di mana yang lebih besar adalah rata-rata proporsional antara yang lebih rendah dan jumlah keduanya (Biancone et al., 2017).

Kemudian pada tahun 1815, Martin Ohm, menyebutkan istilah “Rasio Emas” atau Goldener Schnitt (1,618) untuk merepresentasikan Phi (Φ) sebagai proporsi ilahi untuk pertama kalinya. Istilah golden mean (0,618) dan golden ratio (1,618) mewakili phi (Φ) dan kebalikannya. Proporsi adalah sebuah bilangan irasional yang, sejak tahun 1914, dilambangkan dengan huruf Yunani phi (notasi umum: ϕ , phi, ϕ , Φ). Rasio emas akan menjadi bilangan irasional, desimal tidak berulang, satu-satunya angka yang memiliki bagian desimal, bagian yang mengikuti titik desimal - identik dengan kuadratnya dan kebalikannya sebagai $\phi^2 = 2.61803398874$, dan kebalikannya adalah $1/\phi = 0.61803398874$. (Ulbert dkk, 2022). Banyak akademisi dan peneliti di bidang sains dan seni menggunakan rasio emas dan angka Fibonacci pada paruh kedua abad ke-20 (Urmantsev, 2009).

Penelitian ini diawali dengan analisis kritis terhadap dua penelitian terdahulu yang menjadi landasan utama. Ulbert et al. (2022) dalam studinya tentang perusahaan global menemukan bahwa struktur modal berbasis golden ratio berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q), namun tidak signifikan terhadap laba bersih. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya berfokus pada perusahaan di negara maju, sehingga belum tentu applicable di pasar berkembang seperti Indonesia dengan karakteristik keuangan yang berbeda. Di sisi lain, Khan et al. (2023) menemukan pengaruh negatif golden ratio terhadap pendapatan dan harga saham di sektor manufaktur dan jasa, tetapi penelitian ini tidak mempertimbangkan variabel moderasi penting seperti ukuran perusahaan atau kondisi makroekonomi. Kedua penelitian terdahulu juga belum menguji secara komprehensif dampak golden ratio terhadap rasio EV/EBIT sebagai proksi penerimaan pasar operasional. Berdasarkan gap penelitian tersebut, studi ini hadir untuk: (1) mengkontekstualisasikan temuan golden ratio di pasar berkembang melalui studi kasus BEI, (2) memperluas analisis dengan mencakup variabel EV/EBIT yang kurang dieksplorasi sebelumnya, dan (3) memperkuat pendekatan metodologis melalui analisis data panel.

Berdasarkan latar belakang, identifikasi, dan batasan masalah yang telah dijelaskan, rumusan masalah dalam penelitian ini mencakup pengaruh deviasi rasio ekuitas (SHE/TA) dari golden ratio terhadap kinerja keuangan dan penerimaan pasar, serta nilai perusahaan pada sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2014-2023, termasuk deviasi pendapatan, laba bersih, harga saham, dan rasio EV/EBIT. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh tersebut secara menyeluruh. Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat bagi investor, manajemen perusahaan, dan peneliti selanjutnya, dengan kontribusi signifikan terhadap literatur yang menguji peran golden ratio dalam menentukan struktur modal yang optimal. Hasil penelitian diharapkan dapat membantu manajemen perusahaan dalam merumuskan kebijakan struktur modal yang dapat memaksimalkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan, serta memberikan wawasan tambahan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Selain itu, penelitian ini diharapkan menjadi referensi bagi penelitian berikutnya yang berkaitan dengan penerapan golden ratio dalam bidang akuntansi dan manajemen.

METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian deskriptif kuantitatif. Penelitian deskriptif digunakan untuk memahami hubungan antar variabel melalui pengujian data secara empiris, sementara pendekatan kuantitatif dipilih karena penelitian ini melibatkan pengukuran variabel menggunakan data numerik untuk menguji hubungan antara variabel independen dan dependen.

Peneliti memilih metode deskriptif kuantitatif karena tujuan penelitian ini untuk menguji hipotesis mengenai hubungan struktur modal berbasis golden ratio dengan kinerja keuangan, penerimaan pasar dan nilai perusahaan.

Menurut Zainuddin & Aditya (2023) populasi dalam penelitian ini merujuk pada kumpulan objek atau subjek yang memiliki karakteristik dan kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian, yang dipilih oleh peneliti untuk dianalisis dalam rangka memperoleh kesimpulan yang relevan dan dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah.

Populasi adalah domain umum yang menjadi fokus penelitian untuk pengamatan atau analisis pada suatu wilayah dan periode tertentu. (Sugiyono, 2019). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2014 hingga 2023.

Sampel merupakan bagian kecil dari populasi yang diambil sebagai representasi untuk dianalisis, dengan tujuan memperoleh gambaran yang dapat digeneralisasikan terhadap keseluruhan populasi. Agar hasil penelitian akurat dan bebas dari bias, pemilihan sampel harus dilakukan secara cermat sehingga mencerminkan karakteristik populasi secara proporsional tanpa memihak pada atribut tertentu. (Babbie, 2016).

Proses pengambilan sampel memiliki peran penting dalam penelitian, karena sampel digunakan untuk mengumpulkan data, baik dalam bentuk kuantitatif maupun kualitatif. Teknik pemilihan sampel secara umum terbagi menjadi dua kategori utama, yaitu probability sampling dan non-probability sampling (Zainuddin & Aditya, 2023). Probability sampling merupakan metode pengambilan sampel secara acak dari populasi, yang bertujuan untuk merepresentasikan populasi secara tepat dan menghasilkan temuan yang dapat diandalkan. Sebaliknya, non-probability sampling dilakukan tanpa menggunakan teknik acak, melainkan berdasarkan pertimbangan subjektif, seperti kemudahan akses atau tujuan tertentu. Pendekatan non-probability sampling umumnya diterapkan pada tahap awal penelitian, khususnya ketika fokus utama adalah eksplorasi dan pengembangan hipotesis terkait topik yang diteliti.

Sesuai disebutkan pada bagian sebelumnya bahwa tujuan penelitian adalah untuk menguji hipotesis mengenai hubungan struktur modal berbasis golden ratio dengan kinerja keuangan, penerimaan pasar dan nilai perusahaan, maka teknik pemilihan sampel yang digunakan adalah dengan metode non-probability sampling. Teknik non-probability sampling melibatkan pemilihan elemen sampel secara sengaja berdasarkan karakteristik tertentu yang dianggap relevan dengan tujuan penelitian. Salah satu pendekatan yang umum digunakan dalam kategori ini adalah purposive sampling, yaitu metode di mana sampel dipilih karena memenuhi kriteria atau pertimbangan khusus yang telah ditetapkan peneliti. Dalam penelitian ini, data yang digunakan merupakan data sekunder, yang terdiri atas laporan keuangan dan informasi lainnya yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) serta sumber resmi perusahaan terkait. Data ini meliputi neraca, laporan laba rugi, dan data harga saham perusahaan sektor industri untuk periode 2014-2023.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Data

Analisis Regresi Data Panel

Menurut Basuki dan Prawoto (2016), data panel merupakan gabungan antara data runtut waktu (time series) dan data silang (cross section). Dalam penelitian ini variabel independen

adalah Struktur Modal berbasis golden ratio dan mencari seberapa pengaruh dengan lima variabel Y berupa kinerja keuangan yang direpresentasikan dengan pendapatan (Y1), kinerja keuangan yang direpresentasikan dengan laba/rugi perusahaan (Y2), penerimaan pasar yang direpresentasikan dengan harga pasar (Y3), penerimaan pasar yang direpresentasikan dengan rasio EV/EBIT (Y4), dan nilai perusahaan yang dihitung dengan Tobin's Q (Y5) kepada perusahaan industri yang terdaftar pada BEI pada Tahun 2014-2023.

Analisis regresi dilakukan untuk lima model persamaan sesuai metode yang telah dipilih sebelumnya. Hasil regresi masing masing model persamaan adalah sebagai berikut.

a. Model Pendapatan (Y1)

Hasil regresi untuk model penelitian pendapatan disajikan dalam tabel 4.13.

Tabel 1. Tabel Interpretasi Regresi Model Pendapatan

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
const	0.330256	0.0424854	7.773	<0.0001	***
X	-0.309651	0.142097	-2.179	0.0293	**

Berdasarkan tabel di atas dapat disusun persamaan regresi data panel model pendapatan sebagai berikut.

$$Y1 = 0,330256 - 0,309651 X$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa jika variabel independen (X) mengalami kenaikan sebesar satu satuan, maka nilai variabel dependen (pendapatan perusahaan) akan mengalami penurunan sebesar 0,309651 satuan, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan.

Koefisien X memiliki nilai negatif, yang menunjukkan hubungan yang berlawanan arah antara deviasi struktur modal terhadap golden ratio dengan pendapatan perusahaan. Adapun nilai p-value sebesar 0,0315 menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa deviasi struktur modal berpengaruh secara signifikan terhadap pendapatan perusahaan selama periode pengamatan.

b. Model Laba/rugi (Y2)

Hasil regresi untuk model penelitian laba/rugi disajikan dalam tabel 4.14.

Tabel 2. Tabel Interpretasi Regresi Model Laba/rugi

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.558335	0.0653886	8.539	<0.0001	***
X	-0.471593	0.264549	-1.783	0.0775	*

Berdasarkan hasil pada tabel di atas, diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut.
 $Y2 = 0,558335 - 0,471593X$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa apabila nilai variabel independen (X) meningkat satu satuan, maka nilai laba/rugi perusahaan (Y2) akan menurun sebesar 0,471593 satuan, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan.

Koefisien X yang bernilai negatif menunjukkan adanya hubungan terbalik antara deviasi struktur modal terhadap golden ratio dan kinerja laba/rugi perusahaan. Selain itu, nilai p-value sebesar 0,0775 lebih besar dari taraf signifikansi 5% (0,05), sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh variabel X bersifat tidak signifikan secara terhadap laba/rugi perusahaan.

c. Model Harga saham (Y3)

Hasil regresi untuk model penelitian harga saham disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 3. Tabel Interpretasi Regresi Model Harga Saham

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
const	0.512436	0.0749003	6.842	<0.0001	***
X	-0.483961	0.208015	-2.327	0.0200	**

Berdasarkan hasil pada tabel di atas, diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut.
 $Y3 = 0,512436 - 0,483961X$

Persamaan regresi ini menunjukkan bahwa jika variabel independen (X) meningkat satu satuan, maka harga saham perusahaan (Y3) akan menurun sebesar 0,483961 satuan, dengan asumsi variabel lain dianggap tetap. Nilai koefisien X yang negatif mengindikasikan adanya hubungan terbalik antara deviasi struktur modal terhadap golden ratio dan harga saham. Artinya, semakin jauh struktur modal perusahaan dari rasio emas (0,382), maka cenderung diikuti oleh penurunan harga saham. Selain itu, nilai p-value sebesar 0,0200 berada di bawah tingkat signifikansi 5%, sehingga secara statistik, variabel X berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan.

d. Model Rasio EV/EBIT (Y4)

Hasil regresi untuk model penelitian rasio EV/EBIT disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4 Tabel Interpretasi Regresi Model Rasio EV/EBIT

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
const	0.564228	0.0873232	6.461	<0.0001	***
X	-0.0624933	0.268379	-0.2329	0.8159	

Berdasarkan tabel di atas, model persamaan regresi untuk variabel rasio EV/EBIT (Y4) adalah sebagai berikut:

$$Y4 = 0,564228 - 0,0624933X$$

Persamaan ini menunjukkan bahwa jika deviasi struktur modal terhadap rasio emas meningkat sebesar satu satuan, maka rasio EV/EBIT perusahaan akan menurun sebesar 0,0624933 satuan, dengan asumsi variabel lain tetap.

Namun demikian, nilai p-value sebesar 0,8159 lebih besar dari batas signifikansi 5%. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan secara statistik antara deviasi struktur modal terhadap rasio EV/EBIT perusahaan dalam periode pengamatan.

e. Model Nilai Perusahaan (Y5)

Hasil regresi untuk model penelitian nilai perusahaan disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 5. Tabel Interpretasi Regresi Model Nilai Perusahaan

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
const	0.158355	0.0443112	3.574	0.0004	***
X	0.867571	0.153238	5.662	<0.0001	***

Sumber: Hasil olahan peneliti

Berdasarkan hasil pada tabel di atas, diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut.
 $Y5 = 0,158355 + 0,867571X$

Persamaan regresi tersebut menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan pada variabel independen (X) yaitu deviasi struktur modal terhadap rasio emas, akan menyebabkan kenaikan nilai Tobin's Q sebesar 0,867571 satuan, dengan asumsi variabel lain dianggap tetap. Berbeda dari model-model sebelumnya, koefisien X pada model ini bernilai positif, yang mengindikasikan hubungan searah antara deviasi struktur modal dan nilai pasar perusahaan. Selain itu, nilai p-value sebesar <0.0001 berada jauh di bawah batas signifikansi 5%, sehingga secara statistik, variabel X berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dalam model ini.

Uji F atau Uji Simultan

Uji F digunakan untuk mengevaluasi apakah model regresi mampu memprediksi variabel dependen secara akurat, serta menilai apakah variabel-variabel independen secara bersama-sama memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Nilai F juga sering disebut sebagai ukuran nilai Goodness of Fit. Nilai signifikansi di bawah 0,05 mengindikasikan bahwa gabungan seluruh variabel X memiliki pengaruh yang kuat terhadap variabel Y.

Sebaliknya, jika nilai signifikansi melebihi 0,05, maka secara keseluruhan variabel X tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel Y.

Uji F secara klasik digunakan dalam regresi OLS untuk menguji signifikansi simultan seluruh model. Namun dalam konteks regresi panel data, khususnya pada model Random Effect (REM) yang digunakan dalam penelitian ini, uji F tidak relevan digunakan. Hal ini karena REM tidak mengasumsikan adanya perbedaan intercept tetap antar unit, melainkan mengasumsikan bahwa efek individu bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel independen. Oleh karena itu, signifikansi model tidak diuji melalui uji F klasik, tetapi melalui pengujian terhadap signifikansi koefisien secara individual (uji z), serta pemilihan model yang tepat melalui uji Breusch–Pagan dan Hausman.

Selain itu, penelitian sebelumnya yang menjadi acuan utama dalam studi ini, seperti Ulbert et al. (2022) dan Khan et al. (2023), tidak menyajikan uji F sebagai bagian dari pengujian regresi panel data mereka. Sebaliknya, kedua penelitian tersebut fokus pada pemilihan model terbaik melalui uji Hausman, Breusch–Pagan, dan Chow, serta mengevaluasi signifikansi koefisien secara individual melalui uji t atau z. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, uji F tidak digunakan dan signifikansi model ditentukan melalui uji t/z dan pengujian model panel.

Uji parsial atau uji t

Uji t atau uji z adalah beberapa metode yang digunakan untuk melakukan analisis uji hipotesis dengan metode statistik parametrik. Dalam melakukan pengujian hipotesis statistik parametrik digunakan data sample, yang dibedakan antara sampel kecil ($n < 30$) dengan sampel besar ($n \geq 30$), dimana uji hipotesis dengan menggunakan sampel kecil, digunakan tabel t, (t-tabel), sedang bila menggunakan sampel besar digunakan sebaran Z (Z-tabel) (Hasny et al, 2024).

Hipotesis yang digunakan pada uji t adalah sebagai berikut.

H_0 : variabel X secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel Y.

H_a 1: variabel X secara parsial berpengaruh terhadap variabel Y.

Tingkat signifikansi (α) = 0,05

Nilai t-tabel yaitu melihat tingkat signifikansi dan hasil rumus degree of freedom (df) dengan rumus sebagai berikut.

$$df = n - k - 1$$

keterangan:

n = jumlah sampel

k = jumlah variabel independent

Sehingga nilai dengan nilai df untuk penelitian ini adalah 108 ($110-1-1$) dan nilai signifikansi 0,025 ($0,05/2$) karena merupakan uji satu arah, t-tabel adalah senilai 1,98217. Selanjutnya pengambilan keputusan dilakukan dengan dasar berikut.

t hitung $\leq$ t tabel atau $-t$ hitung $\geq -t$ tabel maka H_0 diterima.

t hitung $>$ t tabel atau $-t$ hitung $< -t$ tabel maka H_0 ditolak.

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah dilakukan, hasil uji t dan uji z dapat dirangkum dalam tabel berikut.

Tabel 6. Rangkuman skor uji t atau z

Variabel Y	Model Regresi	Statistik (t/z-score)	Hasil uji t	p-value	Keterangan Signifikansi	Koefisien	Hasil Analisis
Y1 – Pendapatan	REM	-2.179	Ha 1 ditolak	0.0293	Signifikan ($p < 0.05$)	-0.309651	Berpengaruh Negatif
Y2 – Laba/Rugi	CEM	-1.783	Ha 2 ditolak	0.0775	Tidak Signifikan	-0.471593	Tidak Berpengaruh
Y3 – Harga Saham	REM	-2.327	Ha 3 ditolak	0.02	Signifikan ($p < 0.05$)	-0.483961	Berpengaruh Negatif

Y4 – EV/EBIT	REM	-0.2329	Ha 4 ditolak	0.8159	Tidak Signifikan	-0.0624933	Tidak Berpengaruh
Y5 – Tobin's Q	REM	5.662	Ha 5 diterima	<0.0001	Signifikan (p < 0.05)	0.867571	Berpengaruh Positif

Sumber: Olahan Penulis

Uji Koefisien Determinasi Berganda (Adjusted R-Squared)

Koefisien determinasi digunakan untuk menentukan besarnya kontribusi variabel X dalam model regresi mampu menjelaskan variasi dari variabel Y. Menurut Ghozali (2016), nilai koefisien determinasi yang kecil berarti kemampuan variabel independen (X) dalam menjelaskan variabel (Y) sangat terbatas, dan semakin tinggi nilai koefisien determinasi maka semakin baik model regresi yang diperoleh. Menurut Chin (1998) terdapat kategori nilai koefisien determinasi.

Tabel 7. Kategori nilai koefisien determinasi menurut Chin (1998).

Batas Nilai	Kategori
$0.19 < R^2 \leq 0.33$	Lemah
$0.33 < R^2 \leq 0.67$	Moderat
$R^2 > 0.67$	Kuat

Sumber: Chin, W. W.

Hal ini juga dijelaskan oleh Basuki & Prawoto (2016) yaitu jika nilai adjusted R2 semakin mendekati angka 0 maka proporsi variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen semakin kecil, sebaliknya jika nilai adjusted R2 semakin mendekati angka 1 maka proporsi variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen semakin besar. Hasil uji untuk variabel Y1 hingga Y5 dirangkum dalam tabel berikut.

Tabel 8. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Variabel	Adjusted R-squared	Prosentase (%)
Y1 – Pendapatan	0,045883	4,59
Y2 – Laba Bersih	0,019588	1,96
Y3 – Harga Saham	0,008578	0,86
Y4 – EV/EBIT	-0,006542	0,65
Y5 – Tobin's Q	0,234140	23,4

Sumber: Olahan Penulis

Berdasarkan Tabel 7, diperoleh nilai Adjusted R-squared untuk Model Y1 (Pendapatan) sebesar 0,045883, yang berarti hanya sekitar 4,59% variasi total pendapatan dapat dijelaskan oleh deviasi struktur modal terhadap golden ratio. Model Y2 (Laba Bersih) memiliki nilai Adjusted R-squared sebesar 0,019588, atau sekitar 1,96%, yang menunjukkan bahwa kemampuan penjelasan model terhadap laba bersih sangat rendah.

Model Y3 (Harga Saham) menunjukkan nilai Adjusted R-squared sebesar 0,008578, atau sekitar 0,86%, yang juga tergolong sangat kecil. Model Y4 (EV/EBIT) bahkan menunjukkan nilai Adjusted R-squared negatif, yaitu -0,006542, yang berarti model ini lebih buruk daripada model tanpa variabel independen sama sekali. Hal ini mengindikasikan bahwa deviasi struktur modal terhadap rasio emas tidak menjelaskan variasi rasio EV/EBIT sama sekali.

Sebaliknya, model Y5 (Tobin's Q) memiliki nilai Adjusted R-squared tertinggi sebesar 0,234140, yang berarti sekitar 23,41% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model.

Secara keseluruhan, hasil ini menunjukkan bahwa model regresi memiliki daya jelaskan yang relatif rendah pada sebagian besar variabel dependen. Rendahnya nilai Adjusted R-squared ini dapat disebabkan oleh karakteristik model yang hanya menggunakan satu variabel independen, serta kompleksitas faktor-faktor lain yang memengaruhi performa dan nilai perusahaan di luar struktur modal.

Pengaruh Struktur Modal Berbasis Golden Ratio Terhadap Kinerja Keuangan Berupa Penerimaan Pendapatan (Revenue)

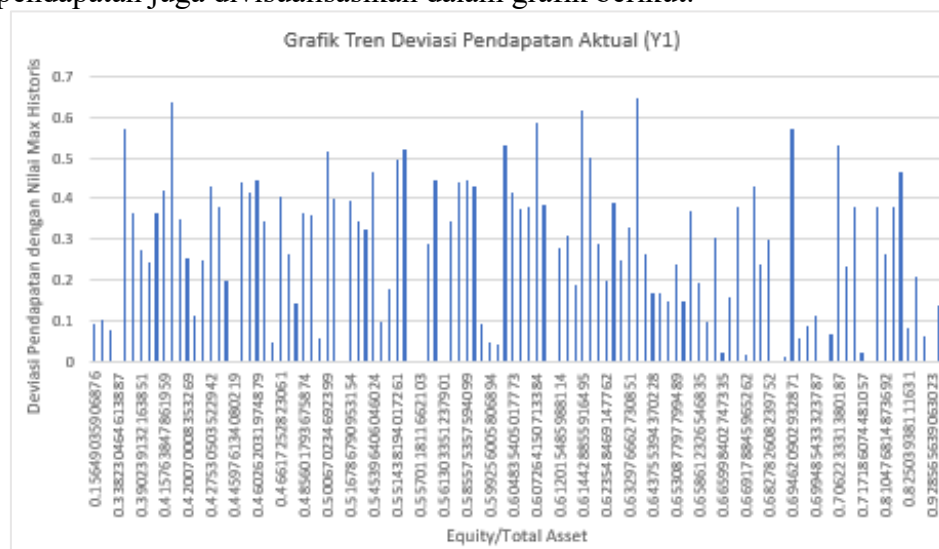
Hasil regresi panel pada model pendapatan atau Y1 menunjukkan bahwa variabel struktur modal berbasis rasio emas (golden ratio) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan berupa pendapatan perusahaan. Dengan nilai koefisien sebesar $-0,309651$ dan p-value $0,0293$ ($p < 0.05$), dapat disimpulkan bahwa semakin besar deviasi struktur modal dari komposisi golden ratio ($38,2\%$ ekuitas terhadap total aset), maka semakin tinggi pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan industri di Indonesia selama periode pengamatan.

Temuan ini bertolak belakang dengan hipotesis awal, yang menduga bahwa struktur modal yang mendekati golden ratio akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang direpresentasikan dengan pendapatan. Hipotesis ini sebelumnya didasarkan pada hasil penelitian Ulbert dkk (2022) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan struktur modal mendekati golden ratio cenderung memiliki performa keuangan dan penerimaan pasar yang lebih baik, terutama pada model Revenue, Price, dan Value, namun hasil yang berbeda ditemukan pada penelitian ini dan disimpulkan bahwa H_{a1} ditolak dan H_{a0} diterima.

Namun demikian, hasil penelitian didukung dengan hasil analisis regresi yang dilakukan oleh Khan, dkk. (2023). Khan, dkk. (2023) menemukan bahwa struktur modal berbasis golden ratio berpengaruh insignifikan negatif dikarenakan hasil adjusted R^2 yang rendah dan ditemukannya koefisien dengan hasil negatif pada objek perusahaan sektor manufaktur dan jasa secara parsial.

Penelitian lain oleh Jõeveer (2013) dalam konteks negara berkembang di Eropa Tengah dan Timur juga menunjukkan bahwa perusahaan di negara berkembang cenderung memiliki struktur modal yang sangat fleksibel, dan dalam banyak kasus lebih bergantung pada utang, tanpa menurunkan performa keuangan secara signifikan. Hal ini diperkuat oleh Ghosh, Cai, & Li (2000) yang menemukan bahwa tidak ada struktur modal universal yang optimal untuk semua perusahaan, karena pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan sangat bergantung pada konteks industri, geografi, dan fase siklus ekonomi.

Selain dari hasil regresi panel, pengaruh deviasi struktur modal terhadap rasio emas terhadap pendapatan juga divisualisasikan dalam grafik berikut.



Gambar 1. Hasil visualisasi data hubungan rasio ekuitas terhadap total aset (Equity/Total Assets) dan nilai aktual pendapatan terhadap maksimum historisnya

Sumber: Hasil olahan peneliti

Grafik pada gambar 1. menggambarkan hubungan antara rasio ekuitas terhadap total aset (Equity/Total Assets) dan nilai aktual pendapatan terhadap maksimum historisnya. Pada grafik tersebut terlihat bahwa pendapatan perusahaan (dalam rasio terhadap maksimum historis) cenderung berfluktuasi dan tidak mencapai puncaknya ketika rasio ekuitas mendekati 38,2% (golden ratio). Sebaliknya, terdapat beberapa titik di mana pendapatan justru relatif tinggi saat rasio ekuitas lebih besar dari 0,50 atau bahkan 0,60, yang berarti semakin menjauh dari komposisi golden ratio. Ini memperkuat hasil regresi sebelumnya yang menunjukkan bahwa koefisien struktur modal berbasis golden ratio bersifat negatif, artinya semakin besar deviasi justru semakin tinggi pendapatan perusahaan.

Visualisasi ini juga mengindikasikan bahwa tidak ada pola yang menunjukkan puncak nilai pendapatan pada struktur modal bernilai golden ratio, berbeda dengan yang ditemukan dalam penelitian oleh Ulbert dkk (2022) untuk hasil secara seluruh sampel perusahaan global. Oleh karena itu, grafik ini mendukung hasil regresi secara statistik dan menunjukkan secara visual bahwa dalam konteks perusahaan industri di Indonesia, struktur modal berbasis golden ratio belum tentu merupakan komposisi optimal untuk meningkatkan pendapatan.

Pengaruh Struktur Modal Berbasis Golden Ratio Terhadap Kinerja Keuangan Berupa Laba/Rugi (Income/Loss)

Hasil regresi panel data untuk variabel Y2 menunjukkan bahwa struktur modal berbasis golden ratio tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap laba atau rugi perusahaan sektor industri di Indonesia. Koefisien regresi yang bernilai negatif sebesar -0.471593 dengan p-value 0.0775 (> 0.05) menunjukkan bahwa hubungan antara penyimpangan dari struktur modal ideal dan performa laba bersih tidak cukup kuat secara statistik untuk disimpulkan sebagai signifikan. Dengan demikian, hipotesis awal yang menyatakan adanya pengaruh antara kedekatan struktur modal berbasis golden ratio terhadap laba/rugi perusahaan tidak terbukti dalam penelitian ini atau H_{a2} ditolak.

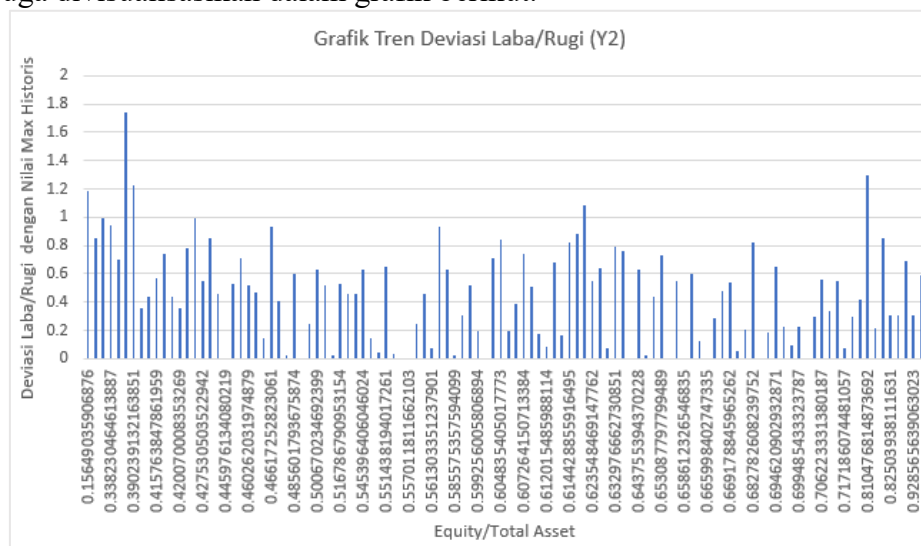
Temuan ini sejalan dengan hasil beberapa penelitian sebelumnya. Ulbert dkk (2022), dalam penelitian dengan objek lintas negara terhadap perusahaan di sektor manufaktur dan jasa, juga melaporkan bahwa deviasi struktur modal terhadap rasio emas tidak berpengaruh signifikan terhadap laba bersih. Dalam hasil penelitian Ulbert, mereka menyebutkan bahwa pada model Income tidak menunjukkan hubungan yang kuat antara kedekatan dengan golden ratio dan peningkatan laba. Bahkan untuk sampel perusahaan manufaktur di Eropa, ditemukan koefisien negatif, yang menunjukkan bahwa struktur modal berbasis golden ratio tidak selalu menguntungkan dalam konteks tertentu. Hasil serupa juga diungkapkan oleh Perera & Kumara (2023), yang menguji pengaruh struktur modal berbasis golden ratio terhadap berbagai indikator keuangan perusahaan di Sri Lanka. Mereka mencatat bahwa hubungan antara struktur modal dan laba bersih adalah tidak signifikan, dan menyatakan bahwa kompleksitas faktor-faktor yang memengaruhi laba membuat hubungan tersebut sulit dijelaskan hanya melalui struktur modal.

Selain itu, penelitian klasik oleh Kebewar (2012) terhadap perusahaan manufaktur di Prancis juga menunjukkan bahwa struktur modal tidak selalu memengaruhi profitabilitas. Dalam studi tersebut, tidak ditemukan hubungan signifikan antara leverage dan kinerja keuangan seperti ROA atau margin laba. Ini menegaskan bahwa pengaruh struktur modal terhadap laba bersih perusahaan memang bersifat kontekstual, dan sangat bergantung pada karakteristik industri, wilayah, serta kondisi ekonomi makro yang berlaku.

Hasil yang tidak signifikan di atas dapat dijelaskan melalui pendekatan pecking order theory. Teori ini menjelaskan bahwa keputusan pendanaan perusahaan lebih dipengaruhi oleh urutan preferensi penggunaan dana yaitu dimulai dari laba ditahan, utang, hingga penerbitan saham baru dan bukan semata-mata karena rasio tertentu seperti struktur modal ideal. Dengan demikian, performa laba tidak secara langsung ditentukan oleh seberapa dekat struktur modal

perusahaan terhadap rasio emas, melainkan oleh efisiensi operasional, pengendalian biaya, dan faktor manajerial lainnya yang lebih kompleks. Sehingga dapat disimpulkan bahwa temuan ini memperkuat pemahaman bahwa struktur modal berbasis golden ratio bukan satu-satunya faktor yang memengaruhi laba bersih, serta mendorong perlunya pendekatan yang lebih menyeluruh dalam menganalisis kinerja keuangan perusahaan di masa mendatang.

Selain dari hasil regresi panel, pengaruh struktur modal berbasis golden ratio terhadap laba/rugi juga divisualisasikan dalam grafik berikut.



Gambar 2. Grafik visualisasi data yang menghubungkan antara struktur modal berupa SHE/Total Assets dengan rasio laba/rugi aktual terhadap nilai maksimum historisnya

Sumber: Hasil olahan peneliti

Pada gambar 2 ditunjukkan mengenai grafik visualisasi data yang menghubungkan antara struktur modal berupa SHE/Total Assets dengan rasio laba(rugi) aktual terhadap nilai maksimum historisnya. Berdasarkan grafik tersebut, terlihat bahwa pola hubungan antara kedua variabel tidak membentuk tren yang konsisten. Terdapat fluktuasi nilai laba/rugi pada berbagai tingkat struktur modal, dengan peningkatan di kisaran rasio ekuitas 0,30–0,40, penurunan pada nilai 0,50–0,57, serta sedikit peningkatan kembali pada rasio di atas 0,80. Ketidakteraturan pola ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat hubungan yang jelas atau linier antara kedekatan struktur modal dengan rasio emas dan pencapaian laba/rugi maksimum perusahaan.

Hasil visualisasi tersebut sejalan dengan uji regresi sebelumnya yang menunjukkan bahwa variabel struktur modal berbasis golden ratio tidak berpengaruh signifikan terhadap laba/rugi perusahaan. Oleh karena itu, grafik ini mendukung kesimpulan bahwa dalam konteks penelitian ini, struktur modal berbasis golden ratio tidak memiliki keterkaitan yang cukup kuat secara statistik terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur melalui laba atau rugi.

Pengaruh Struktur Modal Berbasis Golden Ratio Terhadap Penerimaan Pasar berupa Harga Saham (Stock Price)

Berdasarkan hasil regresi panel data untuk model harga saham, diperoleh koefisien regresi sebesar -0.483961 dengan p-value sebesar $0.0200 (< 0.05)$ pada variabel harga saham. Hasil ini menunjukkan bahwa deviasi struktur modal terhadap golden ratio memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap harga saham perusahaan. Artinya, semakin besar penyimpangan struktur modal dari komposisi golden ratio (38,2% ekuitas terhadap total aset), harga saham cenderung meningkat. Dengan demikian, struktur modal yang lebih mendekati

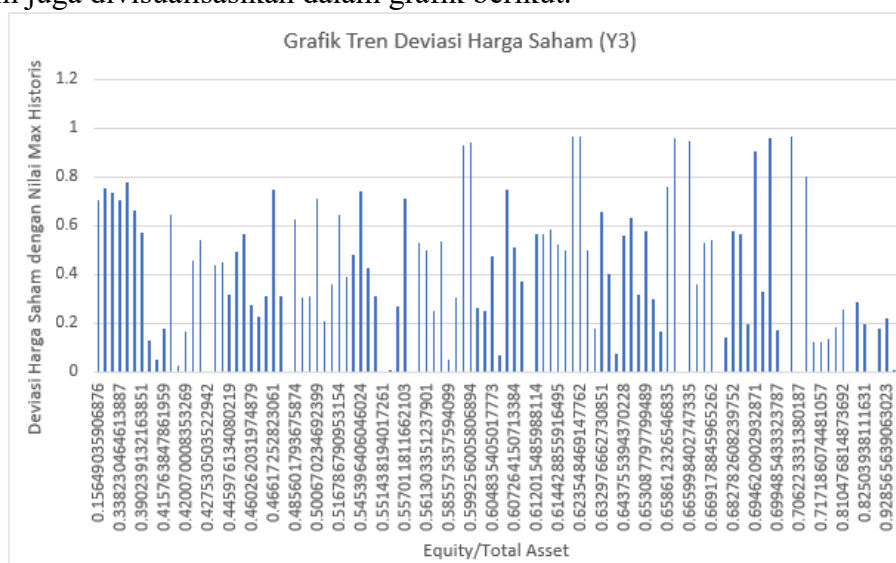
golden ratio tidak menunjukkan hubungan positif terhadap penerimaan pasar dalam konteks perusahaan industri di Indonesia.

Hasil ini tidak mendukung hipotesis awal yang berasumsi bahwa struktur modal yang lebih proporsional atau mendekati golden ratio akan meningkatkan persepsi positif pasar terhadap perusahaan. Namun, hasil ini selaras dengan sebagian temuan empiris dalam literatur. Ulbert dkk (2022) menemukan bahwa untuk subkelompok perusahaan manufaktur di Eropa, Struktur modal berbasis golden ratio pada model harga saham (Price Model) menunjukkan koefisien negatif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa di beberapa konteks regional dan sektoral, struktur modal yang tidak mengikuti komposisi ideal justru dikaitkan dengan harga saham yang lebih tinggi. Temuan ini juga diperkuat oleh hasil analisis regresi Khan (2023), yang menunjukkan bahwa struktur modal memiliki hubungan negatif terhadap nilai perusahaan pada sektor-sektor tertentu yang menghadapi tekanan eksternal dan ketergantungan pendanaan. Selain itu, Kebewar (2012) menyatakan bahwa struktur modal tidak secara signifikan memengaruhi nilai pasar perusahaan di sektor manufaktur Prancis, dan arah hubungan bahkan cenderung negatif dalam beberapa model.

Secara teori, temuan ini dapat dijelaskan melalui pendekatan signaling theory, yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan perusahaan memberikan sinyal kepada investor mengenai kondisi internal perusahaan. Struktur modal yang menyimpang dari komposisi ideal seperti golden ratio tidak selalu ditafsirkan negatif oleh pasar, khususnya jika perusahaan mampu menunjukkan kinerja yang kuat meskipun menggunakan struktur utang yang lebih besar atau proporsi ekuitas yang tidak ideal. Dalam kondisi pasar negara berkembang seperti Indonesia, investor cenderung menilai struktur modal berdasarkan konteks sektoral dan prospek pertumbuhan usaha daripada berpegang pada model matematis tertentu.

Selain itu, pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan tidak selalu menyusun struktur modal berdasarkan proporsi ideal, melainkan mengikuti urutan preferensi pendanaan, yaitu laba ditahan, utang, dan terakhir penerbitan saham. Dalam praktiknya, perusahaan yang mengandalkan struktur modal non-konvensional mungkin justru memiliki fleksibilitas pembiayaan dan pengendalian kepemilikan yang lebih baik, yang kemudian dinilai positif oleh investor. Hal ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan dengan deviasi struktur modal yang tinggi justru mencatatkan harga saham yang lebih tinggi dalam sampel penelitian ini.

Selain dari hasil regresi panel, pengaruh struktur modal berbasis rasio emas terhadap harga saham juga divisualisasikan dalam grafik berikut.



Gambar 3. Grafik visualisasi data yang menghubungkan antara struktur modal berupa SHE/Total Assets dengan harga saham aktual terhadap nilai maksimum historisnya

Sumber: Hasil olahan peneliti

Berdasarkan grafik tren deviasi harga saham terhadap kelompok rasio Equity to Total Asset, terlihat bahwa deviasi harga saham terhadap nilai maksimum historis justru cenderung lebih tinggi pada kelompok rasio ekuitas antara 59% hingga 70%, dibandingkan dengan kelompok di sekitar 38.2% yang merepresentasikan struktur modal berbasis golden ratio. Artinya, perusahaan dengan proporsi ekuitas yang lebih tinggi justru cenderung memiliki performa harga saham yang relatif lebih mendekati nilai tertingginya sepanjang periode pengamatan. Hasil visualisasi pada grafik ini sejalan dengan hasil regresi yang telah dijelaskan sebelumnya berupa berpengaruh signifikan secara negatif.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penerimaan pasar terhadap struktur modal tidak selalu mengikuti pendekatan teoritis atau komposisi numerik seperti golden ratio. Pada konteks data perusahaan industri di Indonesia periode 2014–2023 yang digunakan dalam penelitian ini, rasio ekuitas yang lebih besar tampaknya memberikan persepsi stabilitas atau kredibilitas keuangan yang lebih baik bagi investor, sehingga berdampak positif terhadap harga saham. Variabel-variabel lain yang berhubungan, seperti persepsi investor terhadap risiko, prospek industri, dan efisiensi penggunaan dana, tampaknya memiliki peran yang lebih dominan dalam memengaruhi harga saham perusahaan industri di Indonesia.

Pengaruh Struktur Modal Berbasis Golden Ratio Terhadap Penerimaan Pasar berupa Rasio EV/EBIT

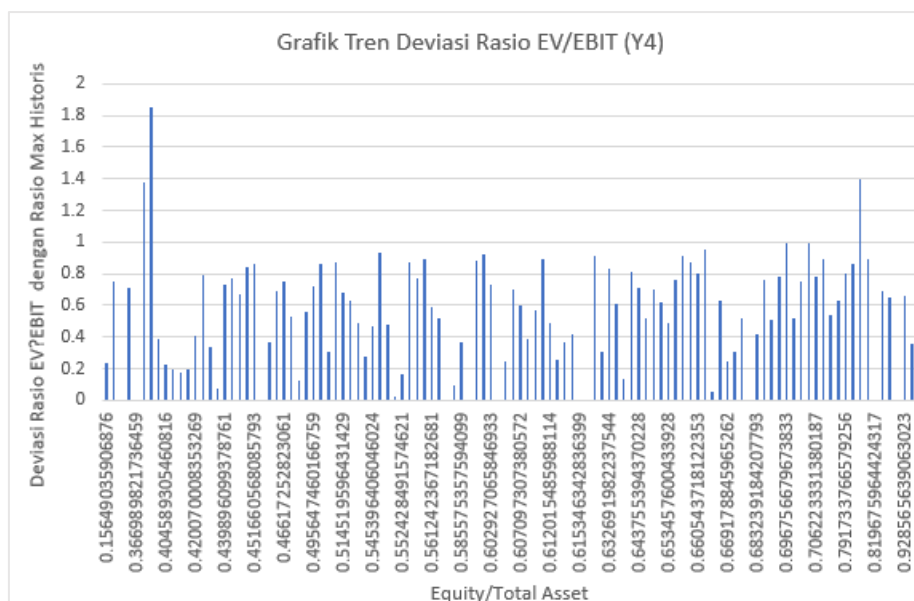
Berdasarkan hasil regresi panel data untuk model rasio EV/EBIT, diperoleh koefisien regresi sebesar $-0,0624933$ dengan p-value sebesar 0.8159 (> 0.05) pada variabel rasio penerimaan pasar berupa EV/EBIT. Rasio EV/EBIT (Enterprise Value terhadap Earnings Before Interest and Tax) merupakan indikator yang digunakan untuk menilai valuasi pasar terhadap kinerja operasional suatu perusahaan. Rasio ini mengukur berapa besar nilai perusahaan (termasuk utang dan ekuitas) terhadap laba operasional sebelum bunga dan pajak. Karena indikator ini lebih mencerminkan efisiensi operasi perusahaan daripada persepsi jangka panjang investor, maka tidak mengherankan jika hasil pengaruh struktur modal berbasis golden ratio terhadap EV/EBIT tidak menunjukkan hubungan yang signifikan.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Khan (2023) dalam penelitiannya yang menyatakan bahwa struktur modal berbasis golden ratio tidak secara konsisten berpengaruh terhadap rasio EV/EBIT di sektor industri tertentu. Khan menekankan bahwa EV/EBIT lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor efisiensi operasional dan manajemen biaya tetap dibanding oleh struktur modal semata.

Namun, temuan ini bertentangan dengan hasil Ulbert dkk (2022) dalam penelitiannya, yang menemukan bahwa pada sampel perusahaan Amerika Serikat, terdapat pengaruh positif signifikan antara struktur modal berbasis golden ratio terhadap rasio EV/EBIT, meskipun mereka juga menyebutkan bahwa daya jelas model ini ($R^2 = 0.3769$) lebih rendah dibandingkan model lain seperti nilai perusahaan (Tobin's Q). Ulbert menekankan bahwa struktur modal optimal memang berdampak terhadap EV/EBIT, tetapi efeknya sangat bergantung pada konteks wilayah, sektor industri, dan stabilitas laba.

Dari sisi teori, menurut Trade-off Theory menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan antara risiko utang dan manfaat pajak untuk mencapai struktur optimal. Tetapi manfaat ini cenderung tercermin lebih jelas pada indikator valuasi jangka panjang seperti Tobin's Q, bukan pada metrik operasional seperti EV/EBIT.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa struktur modal berbasis golden ratio tidak terbukti memberikan pengaruh signifikan terhadap rasio EV/EBIT pada perusahaan sektor industri di Indonesia selama periode 2014–2023. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap penerimaan pasar mungkin tidak bersifat universal untuk semua indikator, terutama yang sangat bergantung pada kondisi laba operasional jangka pendek.



Gambar 4. Grafik visualisasi data yang menghubungkan antara struktur modal berupa SHE/Total Assets dengan rasio EV/EBIT aktual terhadap nilai maksimum historisnya

Sumber: Hasil olahan peneliti

Grafik di atas menunjukkan distribusi deviasi rasio EV/EBIT terhadap nilai maksimum historis pada berbagai tingkat rasio Equity to Total Assets. Secara visual, grafik ini memperlihatkan ketidakteraturan dan pola yang sangat tersebar, tanpa kecenderungan tren yang konsisten di sepanjang rasio ekuitas. Terdapat beberapa titik ekstrem, termasuk outlier dengan deviasi sangat tinggi (hampir mencapai nilai 2) pada rentang equity/total asset yang rendah (< 0.2), sementara di rentang lainnya seperti 0.38–0.62 tren deviasinya tampak lebih menyebar dan tidak menunjukkan pola linier yang jelas.

Kondisi ini mencerminkan bahwa rasio EV/EBIT tidak menunjukkan hubungan sistematis terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini juga menunjukkan bahwa perubahan proporsi struktur modal dalam hal ini deviasi dari golden ratio tidak berkorelasi kuat dengan performa operasional perusahaan yang diukur melalui EV/EBIT. Hal ini selaras dengan hasil regresi panel yang sebelumnya telah dilakukan.

Tren deviasi yang menyebar dan tidak konsisten juga dapat diartikan bahwa EV/EBIT lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti margin laba operasional, skala ekonomi, efisiensi biaya, dan model bisnis perusahaan, dibanding struktur modal. Sehingga ketika struktur modal mendekati rasio optimal seperti golden ratio belum tentu memberikan peningkatan atau penurunan langsung terhadap rasio EV/EBIT.

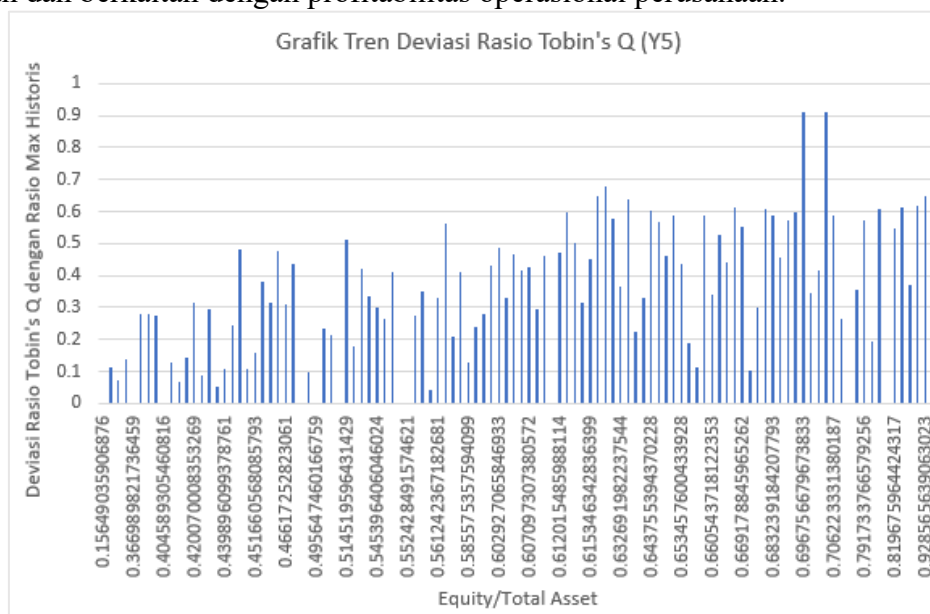
Pengaruh Struktur Modal Berbasis Golden Ratio terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa variabel struktur modal berbasis golden ratio berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang diproksikan dengan rasio Tobin's Q. Nilai koefisien X sebesar 0,867571 dengan p-value $< 0,0001$ menandakan adanya pengaruh positif yang kuat dan signifikan secara statistik pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa semakin kecil deviasi struktur modal perusahaan dari komposisi ideal golden ratio (yakni 38,2% ekuitas dan 61,8% utang), maka semakin tinggi nilai perusahaan yang tercermin melalui Tobin's Q.

Temuan ini menunjukkan bahwa pendekatan struktur modal berbasis golden ratio relevan dalam meningkatkan valuasi pasar perusahaan. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Amin & Cek (2023) yang menyatakan bahwa penerapan struktur modal berbasis golden ratio berdampak positif signifikan terhadap Tobin's Q baik di Inggris maupun Prancis.

Secara teori, hasil ini selaras dengan Pecking Order Theory yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pembiayaan internal (ekuitas) dibandingkan pembiayaan eksternal (utang), karena penggunaan utang dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan menurunkan fleksibilitas keuangan. Dalam konteks ini, struktur modal dengan proporsi ekuitas yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yang mengikuti urutan preferensi pendanaan cenderung mendapatkan kepercayaan lebih besar dari pasar. Hal ini tercermin dalam peningkatan nilai perusahaan, karena investor menilai perusahaan dengan ketergantungan rendah terhadap utang sebagai entitas yang lebih stabil dan memiliki prospek jangka panjang yang lebih baik.

Jika dibandingkan hasil regresi variabel Y4 (EV/EBIT) yang tidak signifikan dan Y3 (stock price) yang berpengaruh signifikan negatif, Y5 menunjukkan hasil regresi positif, sehingga menunjukkan adanya perbedaan karakteristik antara pendekatan penilaian valuasi pasar serta penerimaan pasar. Perhitungan rasio Tobin's Q dilakukan dengan menghitung Market Capitalization ditambah dengan nilai Debt atau Hutang dan kemudian dibagi dengan nilai Total Aset, sedangkan EV/EBIT dihitung dengan membagi Enterprise Value dengan nilai EBIT. Nilai Enterprise Value dihitung dengan mengurangi Market Capitalization dengan kas dan setara kas perusahaan ditambah Hutang. Sehingga pendekatan dengan EV/EBIT sebagai salah satu indikator valuasi pasar atau penerimaan pasar lebih melihat operasional perusahaan dan berkaitan dengan profitabilitas operasional perusahaan.



Gambar 5. Grafik visualisasi data yang menghubungkan antara struktur modal berupa SHE/Total Assets dengan rasio Tobin's Q aktual terhadap nilai maksimum historisnya

Sumber: Hasil olahan peneliti

Berdasarkan gambar 5 menunjukkan distribusi deviasi rasio Tobin's Q perusahaan terhadap nilai maksimum historisnya pada berbagai tingkat rasio Equity to Total Assets. Secara visual, terlihat bahwa deviasi Tobin's Q cenderung lebih tinggi pada rasio ekuitas yang berada di atas 60%, dengan beberapa puncak signifikan muncul mendekati rasio 0.65 hingga 0.70. Artinya, pada kelompok perusahaan yang memiliki proporsi ekuitas yang lebih besar, nilai pasar perusahaan relatif lebih mendekati nilai maksimum historisnya.

Grafik tersebut mendukung hasil regresi sebelumnya, yang menunjukkan pengaruh positif dan signifikan antara struktur modal berbasis golden ratio dan nilai perusahaan (Tobin's Q). Meskipun secara teori golden ratio menekankan proporsi ekuitas sebesar 38.2%, grafik ini memperlihatkan bahwa dalam konteks sampel perusahaan industri di Indonesia, struktur modal

dengan proporsi ekuitas lebih tinggi justru menunjukkan performa pasar yang lebih kuat secara agregat.

Sehingga pasar cenderung memberikan valuasi lebih tinggi terhadap perusahaan yang memiliki struktur modal konservatif (ekuitas besar). Hal ini dapat dijelaskan melalui Signaling Theory, di mana ekuitas tinggi dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan memiliki risiko kebangkrutan yang rendah, struktur permodalan yang sehat, dan kemampuan mempertahankan kendali internal tanpa tekanan dari utang eksternal. Investor cenderung merespons sinyal ini secara positif dengan meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Selain itu, grafik ini menunjukkan konsistensi dengan temuan Putri & Hasnawati (2024) dan Amin & Cek (2023), yang menunjukkan bahwa rasio struktur modal tertentu berbasis golden ratio, khususnya yang mendekati komposisi ekuitas dominan, berkorelasi positif dengan peningkatan nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data, penelitian ini menemukan bahwa deviasi rasio ekuitas (SHE/TA) dari golden ratio berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui pendapatan, menunjukkan bahwa semakin jauh struktur modal dari komposisi ideal golden ratio, semakin tinggi pendapatan aktual yang dicapai perusahaan. Namun, deviasi rasio ini tidak berpengaruh signifikan terhadap laba bersih, yang lebih dipengaruhi oleh faktor manajerial dan efisiensi operasional. Sementara itu, deviasi rasio ekuitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham, di mana perusahaan dengan proporsi ekuitas yang lebih tinggi dari 38,2% cenderung memiliki harga saham yang lebih baik, meskipun hasil ini berbeda dengan penelitian di negara lain. Selain itu, rasio ini tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio EV/EBIT, yang menunjukkan pola distribusi tidak sistematis. Namun, deviasi rasio ekuitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan rasio Tobin's Q, menunjukkan bahwa struktur modal mendekati golden ratio berkontribusi pada nilai pasar yang lebih tinggi. Penelitian ini memiliki keterbatasan, seperti penggunaan satu variabel dependen dan fokus pada sektor industri di Indonesia, dan disarankan untuk memperluas variabel, subjek, dan metode analisis pada penelitian selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Biancone, P. P., Secinaro, S., & Brescia, V. (2017). Golden Ratio Accounting: the evidence in Financial Reporting. In Department of Management & University of Turin, International Journal of Business and Social Science, 8(1), 58–59.
- Chin, W. W. (1998). The Partial Least Squares Approach to Structural Equation Modeling. *Modern Methods for Business Research*, 295, 336.
- Ghosh, A., Cai, F., & Li, W. (2000). "The determinants of capital structure." *American Business Review*, 18(2), 129–132.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23*. (Edisi 8). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam, & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariate dan Ekonometrika: Teori, Konsep dan Aplikasi dengan menggunakan EViews 10*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Haylock, D., (2010). *Mathematics Explained for Primary Teachers* 4th Edition. London: SAGE.
- Humas. (2023, 20 Desember). *Indonesia 2024: Meniti Kemajuan di Tengah Rengkuhan Tantangan*. Sekretariat Kabinet Republik Indonesia.
- Jõeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 294–308.
- Khan, N., Zada, H., & Wong, W. (2023). Enhancing Financial Performance and Market Acceptance Through Golden Ratio-Based Capital Structure Decisions: An Empirical Investigation in the Manufacturing and Services Sectors. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 19(2), 41–70.
- Livio, Mario. (2002). *The Golden Ratio: The Story of PHI, the World's Most Astonishing Number*.

New York: Broadway Books.

- Mugoša, A., & Popović, S. (2021). Deviation from target capital structure as a factor of acquisition decisions in European developed markets. *Argumenta Oeconomica*, 2021(1), 53–78.
- Nosita, F. (2018). Struktur Modal Optimal Dan Kecepatan Penyesuaian: Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia. *Ekuitas. Jurnal Ekonomi Dan Keuangan*, 20(3), 305–324.
- Perera, PADC & Kumara, UES. (2023, Dec 20th). The impact of golden ratio-based capital structure on financial performance and market acceptance: evidence from Sri Lanka. In Mr. DGL Rasika & Mr. AGDLK Gunaratne (co-chairs), 6 th Annual Research Symposium in Management. [Symposium]. Annual conference of the Faculty of Business Studies and Finance Wayamba University of Sri Lanka.
- Putri, A. R. (2024). Pengaruh Biaya Produksi dan Biaya Operasional Terhadap Laba Bersih pada Perusahaan Logam dan Sejenisnya yang Terdaftar di BEI Tahun 2019-2023. Skripsi. GICI Business School, Depok.
- Sintyana, I. P. H., & Artini, L. G. S. (2018). *Pengaruh profitabilitas, struktur modal, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan*. Udayana University.
- Ulbert, J., Takács, A., & Csapi, V. (2022). Golden ratio-based capital structure as a tool for boosting firm's financial performance and market acceptance. *Heliyon*, 8(6), e09671.