

Pengaruh Hubungan Kinerja, Likuiditas dan *Return Saham Terhadap Deviasi Actual Growth Rate Dari Sustainable Growth Rate Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*

Adimas Wahyu Saputro, Agus Purwanto¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

Every company wants a high profit. This will increase sales growth. However, growth is not always profitable. If too fast the growth can put enormous pressure on the resources of the company. Whereas if the growth is too slow, the company considered less take the financial potential of existing firms. Therefore, the concept of sustainable growth rate can be sized for a maximum level of sales could rise without the company running out of financial resources. This study aims to empirically examine the effect of performance (ROA and price-to-book ratio), liquidity (current ratio and acid ratio) and stock returns to the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate. This study uses multiple regression analysis with a sample of 49 companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) of the years 2009-2011. The results indicate that some determinants such as ROA, current ratio and acid ratio affect of the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate. However, other factors, such as price to book ratio and stock return do not explain market value influence to the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate because it represents fluctuations in the demand-supply company's stock price rather than the performance.

Keywords: performance of company, liquidity, stock returns, sustainable growth rate

PENDAHULUAN

Dewasa ini perusahaan-perusahaan yang mempunyai rencana ekspansi membutuhkan tambahan dana dari pihak eksternal baik melalui kreditor maupun penjualan saham di pasar modal. Hal ini menjadi pertimbangan oleh bank selaku kreditor dan investor apakah perusahaan memiliki prospek pertumbuhan seperti penjualan, laba dan aset. Perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan pada kinerja bisnis akan sangat diminati. Namun khususnya, pada pertumbuhan penjualan tidak selamanya baik, bila penjualan terlalu tinggi perusahaan dapat memperoleh tekanan pada sumber keuangan. Sebaliknya bila penjualan terlalu rendah, perusahaan dianggap tidak dapat memanfaatkan sumber daya perusahaan yang ada.

Sampai saat ini, pertimbangan pertumbuhan laba sering dilakukan untuk mengukur kinerja bisnis. Namun disamping laba, ada alat pengukuran yang lebih bermanfaat dan sering digunakan sebagai alat pengukuran kemampuan keuangan pada sebuah organisasi yaitu *Sustainable Growth Rate* (SGR). *Sustainable growth rate* ialah tingkat maksimum dimana penjualan perusahaan bisa naik tanpa kehabisan sumber daya keuangan (Higgins, 1992). Menurut Lockwood dan Prombutr (2010) *Sustainable Growth Rate* (SGR) adalah metrik multifaset yang dapat dibagi menjadi komponen terpisah yang mencerminkan kebijakan retensi perusahaan (*retention rate*), kemampuan menahan biaya (*net profit margin*), efisiensi pemanfaatan aset (*assets turnover*), dan strategi pembiayaan (*financial leverage*), yang semuanya merupakan kunci penentu kinerja perusahaan. Alasan utama *sustainable growth rate* dinilai sangat bermanfaat karena dapat mengkombinasikan elemen operasi (*profit margin* dan efisiensi aset) dan elemen keuangan (struktur modal dan tingkat retensi) ke dalam satu ukuran yang komprehensif (Amouzesh, *et al.*, 2011). *Actual growth rate* dalam penjualan merupakan persentase perubahan dari penjualan dalam satu periode ke periode

¹ Penulis penanggung jawab

berikutnya. Menurut Higgins (1992) *actual growth rate* di bawah dari *sustainable growth rate* yang berarti perusahaan punya lebih dari cukup modal untuk memenuhi kebutuhan investasinya dan menghendaki kenaikan dalam aset likuid, pengurangan dalam *leverage* atau kenaikan dalam dividen. Tingkat pertumbuhan aktual dalam penjualan sedikit berbeda dari *sustainable growth rate* yang tidak tetap dengan kebijakan keuangan. Saat perusahaan memiliki cukup modal untuk investasi, maka perusahaan akan mengambil keputusan yang jelas dalam menentukan penggunaannya untuk meningkatkan penjualan secara maksimum. Namun saat dilakukan penentuan komposisi di dalam unsur-unsur *sustainable growth rate* itu sendiri yang cenderung adalah saling menekan dan tidak konsisten.

Apabila *sustainable growth rate* hanya memiliki kelebihan dalam penentuan penggunaan biaya peningkatan aset yang tepat, pertanyaannya, mengapa konsep *sustainable growth rate* yang dipenuhi berbagai elemen dapat mengakomodasi berbagai kepentingan baik manajer maupun investor. Benarkah konsep itu didorong motivasi untuk mengambil keuntungan yang berkelanjutan di masa depan. Hal tersebut mendorong pihak-pihak yang berkepentingan dalam perusahaan untuk mengetahui hubungan yang terjadi antara manfaat yang diterima dengan tingkat pertumbuhan penjualan pada perusahaan. Hasil penelitian tentang *sustainable growth rate* dengan kaitannya pada berbagai faktor masih tidak konsisten dan fungsinya masih terbatas pada internal perusahaan (lihat misalnya Amouzesh et al., 2011; Fonseka, et al., 2012; Jegers, 2003; Lockwood dan Prombutr, 2010; Olson dan Pagano, 2005; Pandit dan Tejani, 2011). Berdasarkan hal tersebut tersebut maka perlu dilakukan pengujian lebih lanjut untuk mengetahui kegunaannya terhadap kepentingan *stakeholder* seperti dengan menambahkan faktor pengembalian (*return*) yang diterima investor. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh kinerja yang diukur dengan ROA dan *price to book ratio*, likuiditas yang diukur dengan rasio lancar dan *acid ratio*, dan *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pada dasarnya penelitian ini berhubungan dengan faktor-faktor penyusun dari konsep *sustainable growth rate* yaitu kebijakan operasi melalui kinerja dan kebijakan keuangan melalui likuiditas dan *return* saham. Namun pada penelitian ini faktor-faktor penyusun tersebut digunakan untuk melihat deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*, yaitu perbedaan nilai antara tingkat persentase perubahan penjualan dengan *sustainable growth rate*. Hal tersebut dikarenakan *sustainable growth rate* merupakan konsep dimana tingkat persentase perubahan penjualan dapat maksimum tanpa perusahaan kehabisan sumber daya keuangan sehingga dianggap sebagai pengukuran yang ideal (Higgins, 1992). Kemudian beberapa faktor yang mempengaruhi deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* adalah kinerja (ROA dan *price to book ratio*), likuiditas (rasio lancar dan *acid ratio*) dan *return* saham. Tentunya ada faktor lain yang mempengaruhi deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*, tetapi mengacu pada penelitian terdahulu dimana penelitian-penelitian tersebut dijadikan acuan dalam membangun kerangka teoritis dalam penelitian ini, maka rasio-rasio tersebut dipilih sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Pengaruh ROA terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Kinerja perusahaan terlihat dari besarnya laba yang diraih selama setahun masa operasi perusahaan. Rasio ROA yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dipunyai perusahaan telah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut (Hanafi dan Halim, 2004). Dalam analisis laporan keuangan *Return on Assets* (ROA) merupakan bagian dari rasio profitabilitas atau pengukuran kinerja keuangan perusahaan. Karena rasio ini terdiri dari laba ditahan dan total aset maka bila terjadi efektivitas dan efisiensi dalam penggunaan aset berdasarkan jumlah laba dapat meningkatkan ROA. Begitu pula sebaliknya, bila terjadi ketidakefektifitasan dan ketidakefisienan dalam penggunaan aset berdasarkan jumlah laba ROA dapat menurun.

Kenaikan laba akan meningkatkan ROA lalu dialokasikan ke laba ditahan untuk meningkatkan kekayaan bersih. Kenaikan laba ditahan (*retention rate*) dapat meningkatkan *sustainable growth rate* sehingga menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *actual growth rate*. Kemudian peningkatan kekayaan bersih dapat menjadi pendorong untuk perusahaan melakukan

peminjaman. Peminjaman tersebut dapat menaikkan aset yang kemudian SGR pun meningkat. Kenaikan aset untuk operasi perusahaan tersebut dapat meningkatkan laba.

H₁ : Terdapat pengaruh negatif dan signifikan ROA terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Pengaruh *price to book ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Laba perusahaan yang prospektif dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hal ini terlihat dari harga saham yang ada di pasar saham. *Price to book ratio* diperoleh dengan membagi harga pasar saham dengan nilai buku per saham. Investor menggunakan rasio ini untuk mengetahui seberapa kali sebuah saham untuk setiap nilai buku per sahamnya. Fungsinya untuk melihat apakah sebuah saham saat ini sudah diperdagangkan di harga yang sudah mahal, masih murah atau masih wajar menurut rata-rata historisnya dan untuk menentukan mahal atau murah nya sebuah saham saat ini berdasarkan perkiraan harga wajar untuk periode satu tahun mendatang.

Peningkatan nilai pasar perusahaan akan meningkatkan nilai jual perusahaan, hal ini akan meningkatkan ekuitas untuk meningkatkan aset serta operasi perusahaan. Peningkatan nilai pasar ini mendorong perusahaan memperbesar dividen yang dapat memperkecil *retention rate*. Hal tersebut menurunkan *sustainable growth rate* sehingga meningkatkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

H₂ : Terdapat pengaruh positif dan signifikan *price to book ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Pengaruh rasio lancar terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Rasio lancar merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar liabilitas jangka pendeknya menggunakan aset lancar yang dimiliki. Rasio ini termasuk bagian rasio likuiditas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi liabilitas keuangan jangka pendek (*short time debt*). Dijelaskan Van Horne dan Wachowicz (2009) bahwa sistem pembelanjaan yang baik rasio lancar harus berada pada batas 200%.

Persentase SGR perusahaan terdapat dari dua sumber, yakni dari peminjaman dana. Seperti dijelaskan Amouzesh, *et al.* (2011) bahwa *sustainable growth* bisa ditentukan dengan menaikkan *retention rate*, meningkatkan kekuatan laba (*profit margin*) dan pemanfaatan liabilitas yang dinaikan. Kenaikan rasio lancar menyebabkan peningkatan kekuatan laba karena pembiayaan liabilitas stabil. Selanjutnya dapat memperbesar *sustainable growth rate* sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* menurun.

H₃ : Terdapat pengaruh negatif dan signifikan rasio lancar terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* dengan rasio lancar.

Pengaruh *acid ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Acid ratio atau *quick ratio* merupakan rasio yang lebih likuid dari rasio lancar dalam rasio likuiditas. *Acid ratio* ialah aset lancar dikurangi persediaan sebelum dibagi dengan liabilitas lancar. Rasio ini lebih likuid karena sifat persediaan yang lebih sulit untuk digunakan untuk membayar liabilitas lancar daripada kas atau setara kas dan piutang. Sistem pembelanjaan yang baik *acid ratio* berada pada 100% (Van Horne dan Wachowicz, 2009).

Perhitungan aset lancar tanpa persediaan menunjukkan tingkat penjualan karena terdapatnya pos akun kas dan piutang. Apabila *acid ratio* turun maka *actual growth rate* akan turun sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* juga akan mengalami penurunan.

H₄ : Terdapat pengaruh positif dan signifikan *acid ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Pengaruh *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

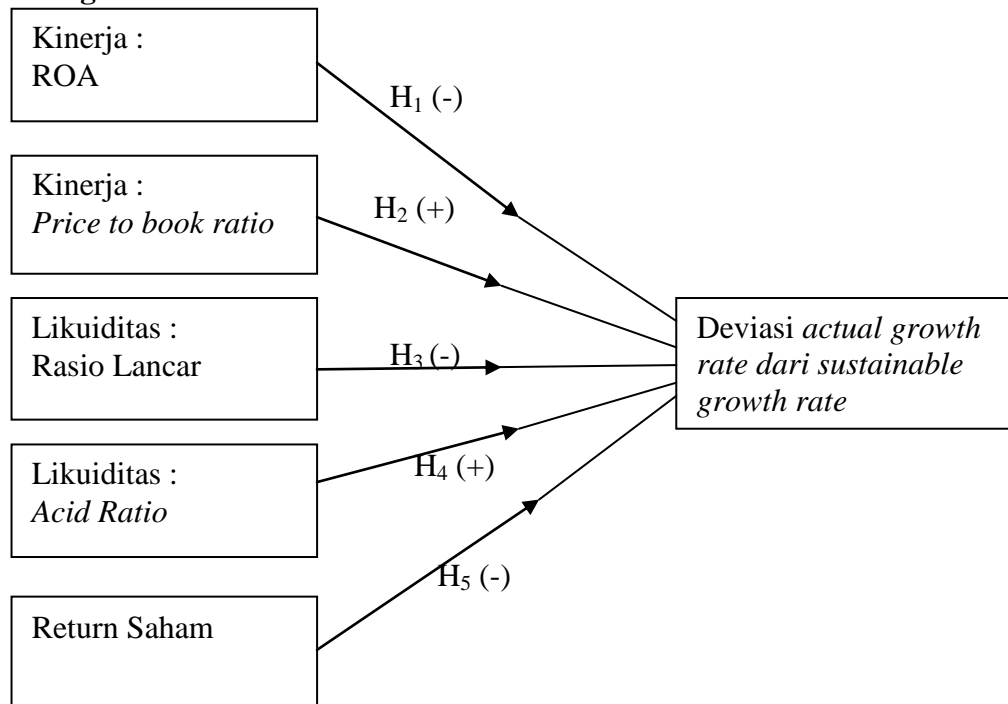
Menurut Hardiningsih (2000), *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* saham

merupakan imbalan dari investasi saham oleh investor. Para investor yang menginginkan return dari saham perusahaan dapat berinvestasi di pasar modal. Komponen dari *return* saham ialah dividen dan *capital gain*. Dividen ialah bagian dari laba perusahaan yang dialokasikan untuk para pemegang saham. Sedangkan *capital gain* ialah keuntungan yang diterima investor akibat adanya selisih antara harga jual dan harga beli dari saham yang diperjualbelikan di pasar saham. *Stock return* (*return* saham) didefinisikan sebagai perubahan harga penutupan saham yang terjadi antara periode awal dan akhir ditambah dengan dividen yang diterima kemudian dibagi dengan harga penutupan saham pada periode awal.

Investor saham yang menilai prospek dari peningkatan nilai aset maupun kekayaan bersih mempunyai ekspektasi dari investasi saham di masa depan. Ekspektasi *return* saham tersebut berupa dividen dan *capital gain*. Peningkatan *return* saham akan memberikan kepercayaan yang lebih kuat kepada perusahaan. Hal tersebut dapat membuat kinerja dan laba perusahaan dapat meningkat. Dan *sustainable growth rate* pun ikut naik sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* akan menurun.

H₅ : Terdapat pengaruh negatif dan signifikan *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Kerangka Pemikiran Teoritis



METODE PENELITIAN
Variabel Penelitian

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel

No.	Variabel	Pengukuran
1	Variabel Dependen - Deviasi <i>Actual Growth Rate</i> dari <i>Sustainable Growth Rate</i> (DAS)	$DAS = AGR - SGR$

$$AGR = \frac{\text{Total penjualan tahun } t - \text{Total penjualan tahun } t-1}{\text{Total penjualan tahun } t-1} \times 100\%$$

Keterangan :
 AGR = *Actual Growth Rate*

$$SGR = \frac{ROE \times R}{1 - (ROE \times R)} \times 100\%$$

Keterangan :
 SGR = *Sustainable Growth Rate*
 ROE (*Return on Equity*): $\frac{\text{labu bersih setelah pajak}}{\text{total ekuitas akhir periode}} \times 100\%$
 R (*Retention Rate*): 1 - *dividends payout ratio*

2 **Variabel Independen**

- *Return on Assets (ROA)*

$$ROA = \frac{\text{Labu bersih setelah pajak}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

- *Price to Book Ratio (PBR)*

$$PBR = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

- Rasio Lancar (RL)

$$RL = \frac{\text{Aset lancar}}{\text{Liabilitas lancar}}$$

- *Acid Ratio (AR)*

$$AR = \frac{(\text{Aset lancar} - \text{persediaan})}{\text{Liabilitas lancar}}$$

- *Return Saham (RS)*

$$RS = \frac{(P_{ti} - P_{ti-1}) + D_{ti}}{P_{ti-1}}$$

Keterangan :

RS : *Return saham*
 P_{ti} : *Harga saham I pada akhir periode t*
 P_{ti-1} : *Harga saham I pada awal periode t*
 D_{ti} : *Dividen Final saham I untuk periode t*

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian

Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari populasi tersebut dipilih sampel penelitian dengan menggunakan metode penyempelan bersasaran (*purposive sampling*), dengan kriteria sebagai berikut :

1. Termasuk dalam sektor industri manufaktur selama 3 tahun yakni mulai tahun 2009 sampai dengan 2011 sesuai dengan klasifikasi yang ada dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.
2. Memiliki akhir tahun fiskal 31 desember.
3. Perusahaan yang rugi ditiadakan dari sampel.
4. Tidak melakukan *right issue* selama periode tahun penelitian.

Metode Analisis

Dalam penelitian ini analisis statistik deskriptif ntuk memberikan deskripsi atas variabel-variabel penelitian secara statistik. Setelah itu, dilakukan uji asumsi klasik. Hal ini dilakukan untuk menguji apakah data memenuhi asumsi klasik. Hal ini untuk menghindari terjadinya estimasi yang bias mengingat tidak semua data dapat diterapkan regresi. Salah satu syarat untuk bisa

menggunakan uji regresi adalah terpenuhinya uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan model regresi linier berganda (*multiple linier regression method*). Analisis regresi berganda (*multiple regression analysis*) digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen. Adapun persamaan untuk menguji hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$DAS = \alpha + \beta_1ROA + \beta_2PBR + \beta_3RL + \beta_4AR + \beta_5RS + \varepsilon$$

Keterangan :

DAS	:	Deviasi <i>actual growth rate</i> dari <i>sustainable growth rate</i>
α	:	Konstanta
β	:	Koefisien regresi
ROA	:	<i>Return on Assets</i>
PBR	:	<i>Price to book ratio</i>
RL	:	Rasio lancar
AR	:	<i>Acid ratio</i>
RS	:	<i>Return</i> saham
ε	:	Variabel error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Berdasarkan pengamatan selama periode penelitian terdapat total perusahaan manufaktur yang terdaftar sebanyak 131 perusahaan. Dari 131 jumlah populasi terdapat 49 perusahaan sampel. Penentuan sampel berdasarkan kriteria tertentu dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2
Penentuan Sampel

No	Kriteria Sampel Penelitian	Jumlah Sampel
1	Total perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2011	131
2	Dikurangi perusahaan manufaktur yang tidak listing mulai tahun 2009	13
3	Dikurangi perusahaan manufaktur yang delisting selama periode penelitian	5
4	Dikurangi perusahaan yang mengalami rugi (<i>loss</i>)	44
5	Dikurangi perusahaan yang menerbitkan <i>right issue</i>	7
6	Dikurangi data perusahaan yang tidak lengkap dan jelas	13
	Perusahaan sampel	49
7	Periode pengamatan tahun 2009-2011	3
	Jumlah data pengamatan	147
8	Dikurangi data outlier (dalam proses analisis)	33
	Sampel akhir untuk pengujian	114

Sumber : Data sekunder yang diolah

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dapat memberikan gambaran tentang suatu data yang dilihat dari nilai mean (rata-rata), median, standar deviasi, minimum, dan maksimum yang dihasilkan dari variabel penelitian. Statistik deskriptif pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DAS	114	-147.50	65.71	-11.6033	35.30621
ROA	114	.34	43.24	10.7330	8.11654
PBR	114	.13	6.78	1.6121	1.38620
RL	114	.79	7.96	2.2070	1.52679
AR	114	.28	6.69	1.4933	1.34123
RS	114	-13.00	4.22	.4336	1.57390
Valid N (listwise)	114				

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 3, mean ROA, *price to book ratio* (PBR), rasio lancar (RL), *acid ratio* (AR) dan *return* saham (RS) menunjukkan nilai 10.7330, 1.6121, 2.2070, 1,4933 dan .4336 pada saat nilai deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* (DAS) adalah -11.6033. Hal tersebut menunjukkan secara umum perusahaan sampel belum memaksimalkan pertumbuhan penjualan perusahaan masih dapat meningkatkan liabilitasnya tanpa meningkatkan tingkat leverage. Deviasi AGR dari SGR yang positif mencerminkan perusahaan mampu melewati batas maksimal pertumbuhan penjualan, yang artinya perusahaan harus mencari sumber-sumber pendanaan baru untuk membiayai pertumbuhan penjualan yang melebihi kapasitas pinjaman yang semestinya.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian jenis ini digunakan untuk menguji asumsi, apakah model regresi yang digunakan dalam penelitian ini layak atau tidak. Uji asumsi klasik digunakan untuk memastikan bahwa multikolonieritas, autokorelasi, heterokedastisitas tidak terdapat dalam model yang digunakan dan data yang dihasilkan berdistribusi normal. Uji normalitas data dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan analisis statistik non-parametrik Uji Kolmogorov Smirnov. Data yang normal ditunjukkan dengan nilai uji Kolmogorov Smirnov yang memiliki signifikansi di atas 0,05. Hasil uji normalitas dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		114
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	31.21537712
Most Extreme Differences	Absolute	.095
	Positive	.053
	Negative	-.095
Kolmogorov-Smirnov Z		1.014
Asymp. Sig. (2-tailed)		.256

a. Test distribution is Normal.

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan uji normalitas dengan menggunakan uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov*, terlihat bahwa nilai *Kolmogorov-Smirnov* untuk variabel residual sebesar 1,014 dan signifikan pada

0,256 diatas 0,05. Hal ini menunjukkan sudah diperolehnya distribusi normal atau nilai residual terdistribusi secara normal. Hasil pengujian menunjukkan bahwa H_0 diterima yang berarti data residual terdistribusi normal dan model regresi layak untuk dipakai dalam penelitian ini.

Hasil uji multikolonieritas pada tabel 5 menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance kurang dari 0,10 dan hasil perhitungan VIF juga menunjukkan bahwa tidak ada satu variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Maka dapat disimpulkan bahwa persamaan model regresi yang diteliti tidak ditemukan korelasi antar variabel independen atau bebas dari multikolonieritas.

Tabel 5
Hasil Pengujian Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF
ROA	0.505	1.980
PBR	0.545	1.836
RL	0.101	9.920
AR	0.101	9.857
RS	0.959	1.042

Sumber : Data sekunder yang diolah

Uji autokorelasi yang digunakan adalah runs test. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah acak atau random. Runs test digunakan untuk menunjukkan apakah data residual terjadi secara random atau tidak (sistematis). Hasil runs test menunjukkan bahwa nilai uji adalah 5,56693 dengan probabilitas 0,060 signifikan pada 0,05 yang berarti hipotesis nol diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa residual random (acak) atau tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual. Hasil uji autokorelasi dengan menggunakan Runs Test tampak dalam tabel 6 berikut ini :

Tabel 6
Hasil Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	5.56693
Cases < Test Value	57
Cases >= Test Value	57
Total Cases	114
Number of Runs	48
Z	-1.882
Asymp. Sig. (2-tailed)	.060

a. Median

Sumber : Data sekunder yang diolah

Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda akan disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah model yang tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2011). Uji heteroskedastisitas yang dilakukan dengan Uji Glejser. Dari tabel 7 menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai absolute residual (Abs_Res). Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5 persen. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas.

Tabel 7
Hasil Uji Glejser

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	24.009	3.881		6.186	.000
	ROA	.567	.302	.243	1.875	.063
	PBR	-1.621	1.705	-.119	-.951	.344
	RL	4.222	3.598	.341	1.173	.243
	AR	-7.830	4.083	-.555	-1.918	.058
	RS	-.877	1.131	-.073	-.775	.440

a. Dependent Variable: Abs_Res

Sumber : Data sekunder yang diolah

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis ini bertujuan untuk menguji signifikansi pengaruh antara variabel-variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Perhitungan analisis regresi ini menggunakan bantuan program SPSS. Hasil perhitungan regresi dari *print out* SPSS diperoleh sebagai berikut:

Tabel 8
Rekapitulasi Hasil Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficient		T	Sig
	B	Std. Error		
(Constant)	12.670	6.683	1.896	.061
ROA	-2.189	.521	-4.203	.000
PBR	3.242	2.936	1.104	.272
RL	-12.492	6.196	-2.016	.046
AR	14.504	7.031	2.063	.042
RS	-.223	1.948	-.114	.909
F	6.032			
Sig. F	.000			
Adj. R ²	.218			

Sumber : Data sekunder yang diolah

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil menunjukkan pengaruh yang negatif dan signifikan antara ROA dan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* karena pada penelitian diperoleh koefisien regresi untuk variabel independen ROA sebesar -2,189 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Hal tersebut disebabkan pengaruh ROA pada komponen *net profit margin ratio* yang terdapat di *sustainable growth rate*. Peningkatan ROA dapat meningkatkan *net profit margin ratio* lalu dapat meningkatkan *sustainable growth rate* sehingga menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. *Sustainable growth rate* yang lebih besar daripada *actual growth rate* berdampak perusahaan memiliki arah pengelolaan keuangan untuk menemukan penggunaan yang produktif pada kelebihan kas. Dengan adanya kelebihan kas, perusahaan juga dapat meningkatkan pinjaman untuk peningkatan kapasitas operasi tanpa merubah tingkat leverage. Hasil ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Amouzesh, *et al.* (2011) mengenai hubungan antara ROA dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat hubungan signifikan antara ROA dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Variabel rasio lancar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* dengan diperolehnya koefisien regresi untuk variabel rasio lancar (RL) sebesar -12,492 dengan nilai signifikansi sebesar 0,046. Hal ini menunjukkan bahwa rasio lancar yang rendah akan menyebabkan terjadi kenaikan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable*

growth rate. Kenaikan tersebut akibat dari *actual growth rate* melebihi *sustainable growth rate* yang disebabkan penggunaan liabilitas (kewajiban) diluar batas kemampuan perusahaan untuk meningkatkan penjualan. Hal itu membuat perusahaan akan merubah strategi keuangan untuk membiayai penjualan yang terjadi. Dan kemudian perusahaan harus mencari sumber-sumber pendanaan lain yang tentu dapat meningkatkan *debt equity ratio*. Sedangkan rasio lancar yang tinggi akan menyebabkan *sustainable growth rate* lebih tinggi dari perubahan penjualan. Hal ini karena perusahaan mempunyai aset yang lebih besar daripada liabilitas. Kenaikan yang terjadi pada *financial leverage* membuat *sustainable growth rate* ikut naik sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* menurun. Kondisi tersebut membuat perusahaan lebih fokus pada operasi, bukan pada pembiayaan liabilitas sehingga dapat meningkatkan laba perusahaan. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Amouzesh, *et al.* (2011) mengenai hubungan antara rasio lancar dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara rasio lancar dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Sedangkan variabel *acid ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* dengan diperolehnya koefisien untuk variabel *acid ratio* sebesar 14,504 dengan nilai signifikansi sebesar 0,042. Hal ini menandakan bahwa *acid ratio* merepresentasikan komposisi aset lancar yang lebih likuid atau aset lancar tanpa persediaan dibandingkan dengan liabilitas jangka pendek. Dengan aset lancar yang tanpa persediaan menunjukkan perkembangan tingkat penjualan (*actual growth ratio*). Hal ini berarti apabila *acid ratio* naik maka *actual growth rate* juga akan naik sehingga dapat meningkatkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Apabila *actual growth rate* telah melebihi *sustainable growth rate* maka perusahaan membutuhkan modal tambahan untuk membiayai penjualan dengan meningkatkan pinjaman baru. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Amouzesh, *et al.* (2011) mengenai hubungan antara *acid ratio* dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara *acid ratio* dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Price to book ratio berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* dengan diperolehnya koefisien regresi untuk variabel independen *price to book ratio* sebesar 3,242 dengan nilai signifikansi sebesar 0,272. Hal ini menunjukkan bahwa rasio harga pasar (nilai saham) perusahaan bila dibandingkan nilai buku perusahaan yang naik dapat menurunkan *retention rate*. Nilai saham yang naik mengindikasikan kinerja perusahaan yang semakin baik. Dan kinerja perusahaan yang semakin baik direpresentasikan juga dengan adanya dividen sehingga kedua hal tersebut dapat menaikkan *dividen payout ratio* dan menurunkan *retention rate*. Menurunnya *retention rate* menurunkan *sustainable growth rate* yang kemudian meningkatkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Hasil penelitian yang tidak signifikan antara variabel *price to book ratio* dan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* disebabkan adanya faktor kondisi permintaan dan penawaran saham yang berfluktuasi di pasar modal yang tidak ada kaitannya dengan kinerja perusahaan. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Amouzesh, *et al.* (2011) mengenai hubungan antara *price to book ratio* dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat hubungan signifikan antara *price to book ratio* dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Hasil penelitian *return* saham berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* dengan diperolehnya koefisien untuk variabel *return* saham sebesar -0,223 dengan nilai signifikansi sebesar 0,909. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan nilai saham dapat menandakan kepercayaan investor yang kuat akan kinerja perusahaan. Hal ini berdampak pada laba perusahaan yang kemudian dapat meningkatkan *sustainable growth rate*. Peningkatan *sustainable growth rate* tersebut dapat menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Namun hasil penelitian yang tidak signifikan dari pengaruh variabel *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* disebabkan adanya fluktuasi pada data *return* saham. Hal ini terbukti dari fakta empiris yang menyatakan bahwa *return* saham memiliki standar deviasi 1.57390 yang lebih besar dari nilai mean-nya sebesar 0,4336. Besarnya nilai standar deviasi yang lebih besar dari rata-ratanya ini merepresentasikan bahwa data-data yang digunakan dalam variabel *return* saham mempunyai sebaran yang besar. Hasil yang tidak

signifikan ini juga menunjukkan bahwa *return* saham dipengaruhi pada nilai harga per lembar saham yang hanya merepresentasikan kondisi pasar saham yang berfluktuasi. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Lockwood dan Prombutr (2010) mengenai hubungan antara *return* saham dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif dari *return saham* terhadap *sustainable growth* karena *return* yang tinggi maka perusahaan berisiko memiliki *sustainable growth* lebih rendah.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan beberapa faktor yang mempengaruhi deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Dari lima faktor yang diteliti (ROA, *price to book ratio*, rasio lancar, *acid ratio* dan *return* saham), terbukti bahwa *acid ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. ROA dan rasio lancar terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Sedangkan *price to book ratio* menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Dan *return* saham menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Pengaruh yang tidak signifikan pada kedua faktor (*price to book ratio* dan *return* saham) karena adanya unsur nilai pasar berupa harga saham sehingga hal tersebut hanya lebih merepresentasikan fluktuasi permintaan dan penawaran saham daripada kinerja perusahaan mengenai pertumbuhan penjualan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu nilai koefisien determinasi yang hanya sebesar 21,8% pengaruh kelima variabel bebas terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* sehingga 79,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Maka perlu adanya penambahan atau perubahan variabel, baik itu variabel fundamental mikro perusahaan seperti rasio leverage, profitabilitas maupun variabel makro seperti inflasi, IHSG dan sebagainya.

Untuk penelitian selanjutnya disarankan agar menggunakan periode penelitian yang lebih panjang, sehingga diharapkan dapat memperoleh hasil yang lebih komprehensif dan ideal dari penelitian yang dilakukan. Kedua, disarankan agar variabel penelitian mempertimbangkan rasio-rasio keuangan yang lain seperti rasio leverage dan rasio efisiensi. Ketiga, disarankan penelitian dapat menggunakan model *sustainable growth rate* yang lain sehingga dapat bervariasi dan diperbandingkan. Dan keempat, disarankan penelitian dapat menggunakan alat analisis yang berbeda dengan penelitian sebelumnya.

REFERENSI

- Amouzesh, N, Z. Moeinhar, and Z. Mousavi. 2011. *Sustainable Growth Rate and Firm Performance : Evidence From Iran Stock Exchange*. International Journal of Business and Social Science. Vol. 2 No. 23, pp. 249-255
- Ardhiastari, Heidy. 2006. "Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan dan Resiko Sistematis Terhadap Return Saham (Studi Kasus Saha-saham LQ 45 BEJ Periode 2002-2004)". *Skripsi Tidak Dipublikasikan*, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro Semarang
- Brealey, R.A., S. C. Myers, and A. J. Marcus. 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Clark, J.G, M. T. Clark, and A. G. Verzili. 1985. *Strategic Planning and Sustainable Growth*. Columbia Journal of World Business. Vol. 20 No.3, pp. 47-51
- Dajan, A. 1994. *Pengantar Metode Statistik*. Jakarta: PT. Pustaka LP3ES
- Fitriati, I. R. 2010. "Analisis Hubungan Distress Risk, Firm Size dan Book to Market Ratio Dengan Return Saham (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2008)". *Skripsi Tidak Dipublikasikan*, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro Semarang
- Fonseka, M. M., C. G. Ramos and G. L. Tian. 2012. *The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model For Managers And Researchers*. Journal of Applied Business Research. Vol. 28 No. 3, pp. 481

- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hanafi, M. M. dan A. Halim. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hardiningsih, P., L. Suryanto, dan A. Chariri. 2002. *Faktor Fundamental Dan Resiko Ekonomi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Di Bursa Efek Jakarta: Studi Kasus Basic Industry & Chemical*. Jurnal Bisnis dan Strategi. Vol 8
- Helfert, E. A. 1996. *Teknik Analisis Keuangan (Petunjuk Praktis Untuk Mengelola dan Mengukur Kinerja Perusahaan)*. Edisi 8. Jakarta: Erlangga
- Higgins, R. C. 1981. *Sustainable Growth Under Inflation*. Financial Management. Vol 10, pp. 36-40
- Higgins, R. C. 1992. *Analysis For Financial Management*. USA: Irwin Homewood
- Huang, R. and G. Liu. 2009. *Study on The Enterprise Sustainable Growth Rate and Leverage Mechanism*. International journal of Business and Management. Vol. 4 No. 3, pp. 200-212
- Indriantoro, N. dan B. Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFE
- Jegers, Marc. 2003. *The Sustainable Growth Rate of Non-Profit Organizations : The Effect of Efficiency, Profitability and Capital Structure*. Financial Accountability and Management Journal. Vol. 19 No. 4
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Lakonishok, J., A. Shleifer, dan R. W. Vishny. 1994. *Contrarian Investment, Exploration and Risk*. Journal of Finance. Vol. 49, pp 1541-1578
- Lockwood, L dan W. Prombutr. 2010. *Sustainable Growth and Stock Returns*. Journal of Financial Research. Vol. 33 No. 4, pp. 519-538
- Mason, R.D dan D. A. Lind. 1996. *Teknik Statistik untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta: Erlangga
- Olson, G. T. dan M. S. Pagano. 2005. *A New Application of Sustainable Growth: A Multi-Dimensional Framework for Evaluating the Long Run Performance of bank Mergers*. Journal of Business Finance & Accounting. Vol. 32 No. 9 &10
- Pandit, N. dan R. Tejani. 2011. *Sustainable Growth Rate of Textile and Apparel Segment of The Indian Retail Sector*. Global Journal of Management and Business Research. Vol. 11 Issue 6 Ver. 1
- Platt, H. D., M. B. Platt, dan G. Chen. 1995. *Sustainable Growth Rate of Firms Financial Distress*. Journal of Economics and Finance. Vol. 19 No. 2, pp. 147-151
- Raisch, S. dan G. VonKrogh. 2007. *Navigating a Path to Smart Growth*. MIT Sloan Management Review. Vol. 48 No. 3, 65-72
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, dan B. D. Jordan. 2002. *Fundamentals of Corporate Finance*. USA: McGraw-Hill Primis
- Rue, L.W. dan N. A. Ibrahim. 1998. *The Relationship between Planning Sophistication and Performance in Small Businesses*. Journal of Small Business Management. pp.24-32
- Santoso. 2005. *Metodologi Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif*. Jakarta: Prestasi Pustaka
- Sartono, R. A. 2001. *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta : BPFE
- Shrader, C.B, C.L. Mulford, dan V.L. Blackburn. 1989. *Strategic and Operational Planning Uncertainty, and Performance In Small Firms*. Journal of Small Business Management. pp.45-60
- Sekaran, U. 2003. *Research method for business: A skill building approach*. 4th ed. John Wiley & Sons, Inc. NY
- Van Horne, J. C. dan J. M. Wachowicz. 2009. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Wicklund, J. 1999. *The Sustainability of The Entrepreneur Orientation Performance Relationship: Entrepreneurship Theory in Practice*. Fall: pp.37-55