

ANALISIS PENGARUH EFISIENSI ASET DAN *FINANCIAL LEVERAGE* TERHADAP *SUSTAINABLE GROWTH RATE* DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Aida Aqila, Prasetyono¹

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

ABSTRACT

In conducting business activities, it is important for companies to measure and pay attention to their Sustainable Growth Rate (SGR) to assess the sustainability of the company, as the basis for planning, and for decision-making by managers. This study aims to analyze the influence of asset efficiency management, measured by Total Asset Turnover (TATO), and financial leverage, measured by short-term debt (STD) and long-term debt (LTD), on the Sustainable Growth Rate (SGR) of companies using profitability as a proxy with Return on Asset (RoA) as an intervening variable.

The sample used in this study was collected from 24 manufacturing companies in Indonesia listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) with complete data on the research variables during the period 2017-2021. The sample was obtained using purposive sampling with secondary data obtained from the Bloomberg terminal. This study uses multiple linear regression analysis of panel data using IBM SPSS Statistics 25 software.

The findings of this study provide an overview that asset efficiency has a significant positive influence on the Sustainable Growth Rate (SGR) both directly and through the intervening variable of Return on Asset (RoA). Meanwhile, only short term debt (STD) of financial leverage was found to have significant effect on the Sustainable Growth Rate (SGR).

Keywords: *Sustainable Growth Rate (SGR), Total Asset Turnover, Financial Leverage, Return on Asset*

PENDAHULUAN

Sustainable Growth Rate atau (SGR) merupakan sebuah model pengukuran yang ditemukan oleh Higgins (1977), nilai ini menunjukkan model matematika yang mengukur nilai pertumbuhan penjualan maksimum yang dapat dipertahankan oleh perusahaan tanpa menambah pendanaan eksternal baru. *Sustainable Growth Rate* (SGR) atau secara literal dapat disebut dengan pertumbuhan yang berkelanjutan adalah ketika suatu perusahaan mengalami pertumbuhan, namun pada sisi asset, liabilitas, dan laba ditahan tidak mengalami perubahan atau bersifat konstan (Mukherjee & Sen, 2017). Dalam dunia keuangan, kata keberlanjutan atau “*sustainable*” digunakan untuk merujuk pada *Sustainable Growth Rate* (SGR) (Rahim et al., 2021). *Sustainable Growth Rate* (SGR) diukur dengan *return on equity* (ROE) dan rasio retensi (Higgins, 1977).

Sustainable Growth Rate (SGR) merupakan salah satu alat perencanaan yang sangat bermanfaat dalam perencanaan keuangan jangka panjang dan analisa pertumbuhan perusahaan karena nilai ini dapat memberikan manajer pandangan baru atas nilai pertumbuhan yang dapat dicapai dan pengaruhnya dengan beberapa faktor yang

¹ *Corresponding author*

mempengaruhinya (Pandit & Tejani, 2011). Higgins (1977) mengembangkan 4 faktor utama yang mempengaruhi *Sustainable Growth Rate* (SGR); struktur modal, kebijakan deviden, profitabilitas, dan efisiensi aset.

Dalam penelitian ini, 3 faktor yang mempengaruhi *Sustainable Growth Rate* (SGR) diuji dan dianalisis untuk mengetahui sifat dan pengaruhnya. Faktor pertama yang digunakan adalah struktur modal, struktur modal digambarkan dengan *financial leverage* atau leverage keuangan. Leverage keuangan (*financial leverage*) sendiri adalah penggunaan sejumlah dana dari sisi beban tetap dengan harapan akhir pendapatan saham per lembar yang lebih besar (Kamaludin & Indriani, 2012). Menurut Ahmed dan Afzal (2019) Proses penyusunan struktur modal dari suatu perusahaan harus memerhatikan pembagian penggunaan liabilitas dan ekuitasnya karena hal tersebut akan sangat berpengaruh terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Sedangkan Menurut Martono dan Harjito (2011) struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan, karena biaya modal perusahaan menjadi tolak ukur untuk menilai apakah pembelanjaan yang diambil manajemen keuangan sudah merupakan keputusan yang optimal atau belum. Dalam penelitian ini, *financial leverage* terbagi menjadi 2, yaitu hutang jangka pendek (STD) yang diukur dengan membagi nilai hutang jangka pendek perusahaan dengan nilai total asetnya dan hutang jangka panjang (LTD) yang juga diukur dengan membagi nilai hutang jangka panjangnya dengan nilai total aset perusahaan untuk hasil penelitian yang lebih mendetil.

Faktor kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah efisiensi aset. Rasio efisiensi yang diukur dengan menggunakan rasio *total asset turnover* (TATO) merupakan salah satu indikator nilai efektifitas yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk membuat strategi operasi dalam mencapai target dan tujuan bisnis (Reid & Sanders, 2007). Jika suatu bisnis lebih efisien, maka produktifitas meningkat dan keuntungan juga meningkat, (Berger, et al. 1993). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Vasu & Ilie (2018), peningkatan pada pendapatan diukur dengan peningkatan dalam efisiensi dalam penggunaan aset, yang mana mengurangi kebutuhan untuk meningkatkan aset dasar dalam rangka mendukung pertumbuhan penjualan, yang menyebabkan meningkatnya nilai *Sustainable Growth Rate* (SGR).

Terakhir adalah rasio profitabilitas. Profitabilitas merupakan salah satu ukuran bentuk keberhasilan dari manajemen perusahaan yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan semua sumber dayanya, seperti penjualan, kas, modal, dan sebagainya (Harahap, 2011). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Johnson & Soenen (2003), perusahaan dengan nilai profitabilitas yang tinggi dengan perencanaan dan pengelolaan manajemen yang efisien akan menuju pada perusahaan yang sukses dengan nilai *Sustainable Growth Rate* (SGR) yang tinggi.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori *Balancing*

teori *balancing* dalam studi ekonomi dan menjelaskan tentang bagaimana pasar mencapai keseimbangan. Konsep ini berasal dari Adam Smith dalam karyanya "The Wealth of Nations" pada tahun 1776, di mana ia membahas tentang mekanisme pasar yang dapat mencapai keseimbangan antara penawaran dan permintaan. Kemudian, teori *balancing* dihubungkan dengan konsep ekonomi mikro dan diaplikasikan dalam berbagai situasi, seperti analisis harga, produksi, dan konsumsi.

Dalam *corporate finance*, teori *balancing* pertama kali diusulkan oleh dua profesor keuangan, Franco Modigliani dan Merton Miller, pada tahun 1958. Mereka menyatakan bahwa struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan dalam situasi di

mana pasar modal sempurna. Dalam situasi tersebut, investor dapat memilih untuk mengatur portofolio mereka sendiri dari utang dan ekuitas untuk mencapai keseimbangan yang diinginkan. Namun, kemudian pada tahun 1963, Modigliani dan Miller memperkenalkan asumsi ketidaksempurnaan pasar, di mana perusahaan harus mempertimbangkan biaya keuangan terkait dengan penggunaan utang.

Teori Du Pont

Model Du Pont memberikan informasi mendalam tentang berbagai faktor yang menyebabkan naik atau turunnya kinerja keuangan suatu perusahaan (Harahap, 1998). Menurut Horne & Wachowicz (2012) Model ini merupakan sistem yang menggunakan pendekatan tertentu terhadap analisis rasio untuk mengevaluasi efektivitas suatu perusahaan. Blumenthal (1998) menjelaskan, terdapat 3 faktor utama yang memengaruhi profitabilitas dalam model Du Pont, diantaranya adalah efisiensi operasi, efisiensi aset, dan struktur modal, sehingga model ini sangat berguna untuk memvisualisasikan informasi keuangan dan manajer dalam memahami bagaimana pendanaan dan operasi mempengaruhi kinerja keuangan untuk pengambilan keputusannya.

Pengaruh Efisiensi Aset Terhadap *Return on Asset* (ROA)

Efisiensi aset pada penelitian ini diukur oleh TATO. TATO merupakan rasio yang mengukur jumlah penjualan yang akan dihasilkan oleh suatu perusahaan dari setiap rupiah dalam total aset (Hery 2016). Rasio ini menggambarkan jumlah total perputaran aktiva pada periode tertentu, dimana dengan semakin besarnya nilai rasio TATO menunjukkan bahwa aset yang digunakan secara efektif dan memiliki nilai perputaran yang lebih tinggi lebih cepat dalam memperoleh laba, sehingga nilai ROA menjadi lebih tinggi pula.

Berdasarkan teori Du Pont, efisiensi dan profitabilitas perusahaan diukur dengan menggabungkan tiga rasio keuangan utama, yaitu margin laba bruto (profit margin), TATO, dan rasio hutang terhadap ekuitas (leverage). Semakin tinggi nilai TATO menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan penjualan, hal ini berarti perusahaan dapat memperoleh lebih banyak penjualan dengan aset yang sama, sehingga memperkuat profitabilitas perusahaan (Bosch-Badia, 2010). Oleh karena itu, *total asset turnover* yang tinggi dapat mempengaruhi *return on asset* secara positif. Hal ini juga didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nurlaela et al. (2019) yang menyatakan bahwa perputaran total aset berpengaruh positif secara signifikan terhadap profitabilitas yang diprosikan oleh ROA, menunjukkan adanya pengaruh jelas antara efisiensi aset/TATO terhadap profitabilitas. Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H1: TATO berpengaruh positif terhadap *Return on Asset* (ROA).

Pengaruh Financial Leverage (STD) Terhadap *Return on Asset* (ROA)

Berdasarkan Teori *balancing* struktur modal menghipotesiskan bahwa kebijakan utang suatu perusahaan adalah masalah penyeimbangan antara biaya yang terkait dengan *leverage* dan manfaat yang terkait dengan *leverage*. Teori ini bergantung pada ketidaksempurnaan pasar untuk menentukan pengorbanan biaya dan manfaat leverage korporat. Biaya leverage muncul ketika perusahaan menerbitkan utang yang berisiko, dan termasuk biaya agensi utang (Myers, 1977) dan biaya langsung dan tidak langsung dari kebangkrutan (Titman dan Wessels, 1988). Nilai hutang yang tinggi akan menurunkan performa perusahaan karena terjadinya miskalkulasi biaya kebangkrutan likuidasi yang menyebabkan nilai agensi yang lebih tinggi (Harris&Raviv, 1991).

Berdasarkan penelitian terdahulu yang juga sejalan dengan kerangka pikir diatas, dijelaskan oleh Sheikh & Wang (2012) dan Samo & Murad (2019) yang menemukan bahwa adanya pengaruh negative signifikan antara *financial leverage* terhadap

profitabilitas yang diproksikan dengan ROA. Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H2: *Financial Leverage* (STD_L) berpengaruh negative terhadap *Return on Asset* (ROA)

Pengaruh *Financial Leverage* (LTDL) Terhadap *Return on Asset* (ROA)

Berdasarkan teori Berdasarkan Teori *balancing* struktur modal menghipotesiskan bahwa kebijakan utang suatu perusahaan adalah masalah penyeimbangan antara biaya yang terkait dengan *leverage* dan manfaat yang terkait dengan *leverage*. Teori ini bergantung pada ketidaksempurnaan pasar untuk menentukan pengorbanan biaya dan manfaat *leverage* korporat. Biaya *leverage* muncul ketika perusahaan menerbitkan utang yang berisiko, dan termasuk biaya agensi utang (Myers, 1977) dan biaya langsung dan tidak langsung dari kebangkrutan (Titman dan Wessels, 1988). Nilai hutang yang tinggi akan menurunkan performa perusahaan karena terjadinya miscalculasi biaya kebangkrutan likuidasi yang menyebabkan nilai agensi yang lebih tinggi (Harris&Raviv, 1991).

Berdasarkan penelitian terdahulu yang juga sejalan dengan kerangka pikir diatas, dijelaskan oleh Akhtar (2021) yang menemukan bahwa adanya pengaruh negative signifikan antara hutang jangka panjang terhadap profitabilitas yang diproksikan dengan ROA. Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H3: *Financial Leverage* (LTDL) berpengaruh negative terhadap *Return on Asset* (ROA)

Pengaruh Efisiensi Aset Terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Peningkatan pada efisiensi aset perusahaan mengindikasikan bahwa adanya peningkatan dalam penjualan yang dihasilkan dalam tiap perputaran assetnya, oleh karena itu hal ini akan mengurangi kebutuhan perusahaan akan asset baru. Dengan berkembangnya asset sesuai dengan sifat ini, hal ini akan berpengaruh pada peningkatan dalam *Sustainable Growth Rate* (SGR) perusahaan (Madbouly, 2019). Berdasarkan kerangka pemikiran Higgins (1977), setiap peningkatan rasio perputaran asset, dapat menyebabkan kenaikan dalam penjualan yang dihasilkan dari tiap unit assetnya yang dapat mengurangi kebutuhan asset baru dalam menghasilkan atau meningkatkan penjualan sehingga terjadi peningkatan dalam nilai *Sustainable Growth Rate* (SGR) perusahaan.

Menurut teori *Du Pont*, efisiensi dan profitabilitas perusahaan dengan menggabungkan tiga rasio keuangan utama: *profit margin*, *total asset turnover*, dan *debt to equity ratio*. Dengan meningkatnya nilai TATO, menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan penjualan yang akhirnya dapat menghasilkan pendapatan lebih bagi perusahaan untuk dapat diinvestasikan kembali kedalam bisnis yang dapat mendukung tumbuhnya nilai *sustainable growth rate* (SGR). Menurut Mumu (2019) aktivitas perusahaan yang efektif dan efisien dapat memengaruhi laba dan arus kas perusahaan, dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai *sustainable growth rate* (SGR). Hal ini juga sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rahim (2017) yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan positif antara *total asset turnover* dengan *Sustainable Growth Rate* (SGR) dalam penelitiannya. Oleh karena itu, dibentuklah hipotesis ketiga dalam penelitian ini sebagai berikut:

H4: Efisiensi aset berpengaruh positif terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Pengaruh *Financial Leverage* (STD_L) Terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Financial leverage merupakan salah satu bagian struktur modal suatu perusahaan dalam memenuhi pendanaannya, namun dalam jangka panjang hutang yang terlalu tinggi dapat menurunkan performa perusahaan (Higgins, 1977). *Sustainable Growth Rate* (SGR) sendiri merupakan pengukuran yang dikembangkan oleh Higgins (1977) untuk mengetahui

nilai maksimum pertumbuhan penjualan yang dapat dicapai oleh suatu perusahaan dengan asumsi nilai asset, hutang, dan laba ditahan konstan. Amouzesh (2011) menyatakan, jika rasio *financial leverage* meningkat maka kebutuhan terhadap pengembalian hutang perusahaan juga akan meningkat, jika hutang terlalu tinggi, dana pengembalian juga akan tinggi sehingga nilai *sustainable growth rate* (SGR) akan rendah.

Hal ini juga didukung oleh teori *Balancing* yang menyatakan bahwa struktur modal perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan dengan mencapai keseimbangan antara risiko dan pengembalian. Dalam hal ini, dengan menggunakan hutang sebagai sumber dana, dapat meningkatkan risiko perusahaan. Hal ini akan berdampak pada *sustainable growth rate* perusahaan karena jika perusahaan mengalami kegagalan, maka perusahaan tidak akan dapat berkembang secara berkelanjutan. Beberapa penelitian terkait menunjukkan adanya pengaruh *financial leverage* terhadap *sustainable growth rate* (SGR). Akhtar et, al. (2021) dan Zhang et, al. (2017) mengemukakan adanya pengaruh negatif antara hutang jangka pendek (STD) terhadap *sustainable growth rate* (SGR). Atas dasar tersebut, dibentuk hipotesis:

H5: *Financial leverage* (STD) berpengaruh negatif terhadap *sustainable growth rate* (SGR)

Pengaruh *Financial Leverage* (LTDL) Terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Financial leverage merupakan salah satu bagian struktur modal suatu perusahaan dalam memenuhi pendanaannya, namun dalam jangka panjang hutang yang terlalu tinggi dapat menurunkan performa perusahaan (Higgins, 1977). *Sustainable Growth Rate* (SGR) sendiri merupakan pengukuran yang dikembangkan oleh Higgins (1977) untuk mengetahui nilai maksimum pertumbuhan penjualan yang dapat dicapai oleh suatu perusahaan dengan asumsi nilai asset, hutang, dan laba ditahan konstan. Amouzesh (2011) menyatakan, jika rasio *financial leverage* meningkat maka kebutuhan terhadap pengembalian hutang perusahaan juga akan meningkat, jika hutang terlalu tinggi, dana pengembalian juga akan tinggi sehingga nilai *sustainable growth rate* (SGR) akan rendah.

Hal ini juga didukung oleh teori *Balancing* yang menyatakan bahwa struktur modal perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan dengan mencapai keseimbangan antara risiko dan pengembalian. Dalam hal ini, dengan menggunakan hutang sebagai sumber dana, dapat meningkatkan risiko perusahaan. Hal ini akan berdampak pada *sustainable growth rate* perusahaan karena jika perusahaan mengalami kegagalan, maka perusahaan tidak akan dapat berkembang secara berkelanjutan. Beberapa penelitian terkait menunjukkan adanya pengaruh *financial leverage* terhadap *sustainable growth rate* (SGR). Akhtar et, al. (2021) dan Zhang et, al. (2017) mengemukakan adanya pengaruh negatif antara hutang jangka panjang (LTDL) terhadap *sustainable growth rate* (SGR). Atas dasar tersebut, dibentuk hipotesis:

H4: *Financial leverage* (LTDL) berpengaruh negatif terhadap *sustainable growth rate* (SGR)

Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Return on Assets (ROA) adalah rasio finansial yang mengukur tingkat imbal hasil yang diperoleh perusahaan dari aktivitya. ROA menunjukkan seberapa efisien perusahaan dalam menggunakan aktivitya untuk memperoleh laba. Semakin tinggi ROA, semakin efisien perusahaan dalam menggunakan aktivitya untuk memperoleh laba. Berdasarkan teori *Du Pont*, nilai profitabilitas perusahaan yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan mampu mengelola dan memperoleh dana internal yang baik pula. Dimana semakin tinggi nilai profitabilitas perusahaan, semakin kecil risiko yang dihadapi oleh perusahaan karena masalah tingkat hutang yang terlalu tinggi sehingga semakin tinggi

oportunitas perusahaan untuk bertahan dengan berkeberlanjutan tanpa adanya penambahan hutang atau nilai *Sustainable Growth Rate* (SGR) perusahaan tersebut.

Pada penelitian yang sebelumnya telah dilakukan oleh Madbouly (2019) juga menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan positif antara profitabilitas dengan *Sustainable Growth Rate* (SGR). Hal ini juga sejalan dengan beberapa penelitian terdahulu lainnya seperti Akhtar (2021) dan Rahim et al (2021). Maka dari itu dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H7: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *sustainable growth rate* (SGR)

Pengaruh Profitabilitas dalam Memediasi Efisiensi Aset Terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Berdasarkan teori *Du Pont*, ROA memediasi pengaruh *Total Asset Turnover* (TATO) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR) karena ketika perusahaan memiliki ROA yang tinggi dan TATO yang tinggi, ini berarti bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik dan efisien dalam menggunakan aktivitya. Hal ini akan mempengaruhi SGR positif, sehingga perusahaan akan dapat mempertahankan pertumbuhan yang stabil dalam jangka panjang.

ROA memediasi pengaruh TATO terhadap SGR menurut teori *Du Pont* karena ROA memainkan peran penting dalam memberikan gambaran keseluruhan kinerja keuangan perusahaan. Sesuai juga pada penelitian sebelumnya juga telah dilakukan oleh Utami (2016) yang mengungkapkan dari hasil penelitiannya bahwa profitabilitas dapat memediasi efisiensi aset yang proksikan dengan TATO dan nilai perusahaan. Hal ini membentuk hipotesis penelitian sebagai berikut:

H8: Profitabilitas memediasi pengaruh efisiensi aset terhadap *sustainable growth rate* (SGR)

Pengaruh Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh *Financial Leverage* (STDL) Terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

ROA memediasi pengaruh *financial leverage* terhadap *sustainable growth rate* karena ROA mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang dan mempertahankan kinerja keuangan yang baik hal ini juga mengacu pada teori *Balancing*, yang menyatakan bahwa struktur modal perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan,

Kinerja keuangan yang baik dan pengelolaan hutang yang efektif akan mempengaruhi SGR positif, sehingga perusahaan dapat mempertahankan pertumbuhan yang stabil dalam jangka panjang. Penelitian sebelumnya juga telah dilakukan oleh Indriati et al. (2021) yang mengungkapkan dari hasil penelitiannya bahwa profitabilitas memediasi pengaruh kebijakan hutang terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR). Hal ini membentuk hipotesis penelitian sebagai berikut:

H9: Profitabilitas memediasi pengaruh *financial leverage* (STDL) terhadap *sustainable growth rate* (SGR)

Pengaruh Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh *Financial Leverage* (LTDL) Terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

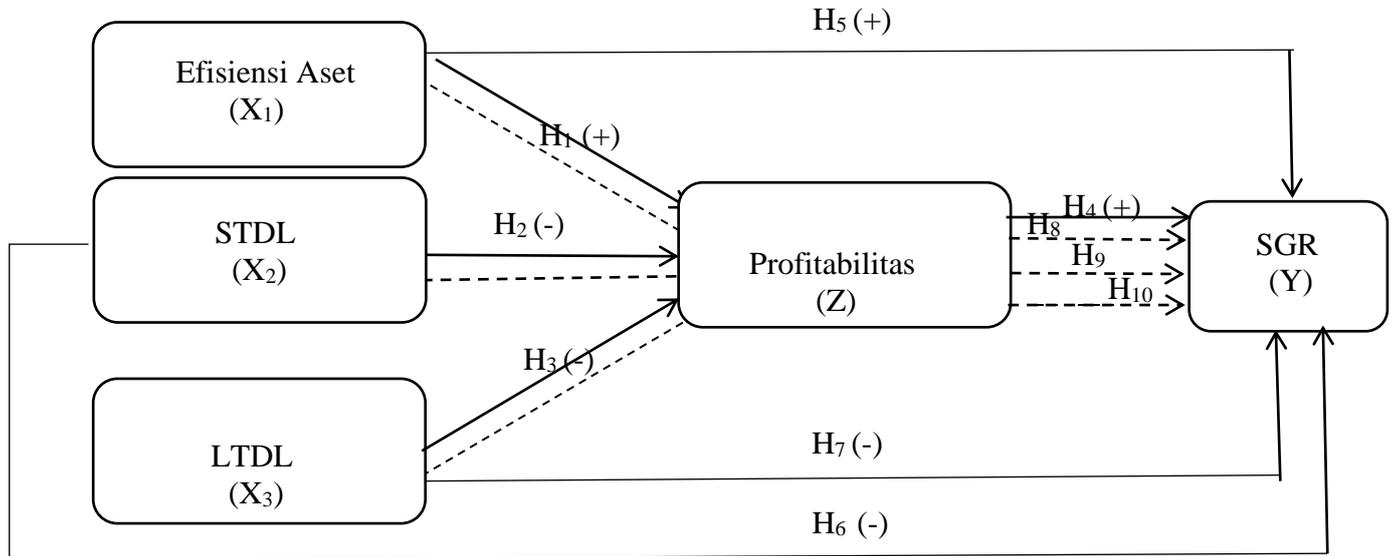
ROA memediasi pengaruh *financial leverage* terhadap *sustainable growth rate* karena ROA mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang dan mempertahankan kinerja keuangan yang baik hal ini juga mengacu pada teori *Balancing*, yang menyatakan bahwa struktur modal perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan,

Kinerja keuangan yang baik dan pengelolaan hutang yang efektif akan mempengaruhi SGR positif, sehingga perusahaan dapat mempertahankan pertumbuhan yang stabil dalam jangka panjang. Penelitian sebelumnya juga telah dilakukan oleh Indriati et al. (2021) yang mengungkapkan dari hasil penelitiannya bahwa profitabilitas memediasi

pengaruh kebijakan hutang terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR). Hal ini membentuk hipotesis penelitian sebagai berikut:

H10: Profitabilitas memediasi pengaruh *financial leverage* (LTDL) terhadap *sustainable growth rate* (SGR)

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Sumber: (Akhtar et al., 2022; Indriati et al., 2017; Muhammed & Madbouly, 2019; Rahim, 2017a; Zhang & Chen, 2017)

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Pada penelitian ini variable dependen yang digunakan adalah *sustainable growth rate* (SGR) untuk mengukur nilai pertumbuhan penjualan maksimum yang dapat dipertahankan oleh perusahaan tanpa menambah pendanaan eksternal baru. Variabel independent efisiensi aset dan *financial leverage* dengan variable intervening ROA sebagai bentuk proksi dari profitabilitas perusahaan.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah 189 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017 hingga 2021, dengan metode purposive sampling sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 24 perusahaan dengan periode penelitian selama lima tahun.

Metode Analisis

Analisis penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linear berganda (Ordinary Least Square) panel data, kombinasi data time-series dan cross-section, yang dilakukan dengan bantuan program IBM SPSS (Statistical Package for Social Science) Statistics versi 25.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Table 1
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	114	.19	11.63	4.8124	2.65436
SGR	114	-5.16	17.59	6.6330	4.78117
TATO	114	.29	2.42	.9660	.53850
STD	114	.01	.32	.1338	.09855
LTDL	114	.01	.87	.3736	.29942
Valid N (listwise)	114				

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada tabel 4.2, jumlah observasi terkumpul sebanyak 120 pengamatan yang diperoleh dari 24 sampel objek penelitian yang dilakukan pada periode penelitian selama 5 tahun dari 2017 hingga 2021, namun setelah dilakukan *outlier* terkumpul sejumlah 114 pengamatan.

Analisis Uji Asumsi Klasik

Tabel 2
Uji Asumsi Klasik Model Regresi 1

No.	Uji Normalitas – Kolmogorov Smirnov	Uji Multikolinearitas (VIF)	Uji Heteroskedastisitas	Uji Autokorelasi - Durbin Watson
1	0.200	≤ 10	Lolos	1.881

Source: IBM SPSS 25 (2023)

Tabel 3
Uji Asumsi Klasik Model Regresi 2

No.	Uji Normalitas – Kolmogorov Smirnov	Uji Multikolinearitas (VIF)	Uji Heteroskedastisitas	Uji Autokorelasi - Durbin Watson
1	0.52	≤ 10	Lolos	1.888

Source: IBM SPSS 25 (2023)

Berikut adalah hasil dari uji asumsi klasik dalam penelitian, antara lain:

1. Uji Normalitas (Kolmogorov Smirnov) Hasil uji normalitas Kolmogorov-Smirnov menunjukkan bahwa regresi dari nilai residual dari semua variabel memiliki hasil yang signifikan yang ditunjukkan oleh angka signifikansi Asymp Sig (2-ekor) yang lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa semua variabel dari kedua model regresi memiliki data yang terdistribusi normal.
2. Uji Multikolinearitas Hasil uji multikolinearitas untuk semua variabel independen dan kontrol memiliki nilai toleransi yang lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF yang

kurang dari 10. Jadi, dapat dikatakan bahwa data sampel dari kedua model regresi tidak menunjukkan gejala multikolinearitas.

3. Uji Heteroskedastisitas pada kedua model regresi menunjukkan hasil data yang menyebar pada aksis dan ordinatnya, juga tidak membentuk pola tertentu. Hasil tersebut menyimpulkan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas dalam kedua model regresi.
4. Uji Autokorelasi Hasil uji autokorelasi pada model regresi 1 menunjukkan nilai Durbin-Watson (DW) sebesar 1,881 yang berada antara 1,748 dan 2,251, dan pada model regresi 2 menunjukkan nilai Durbin-Watson (DW) sebesar 1,888 yang berada antara 1,767 dan 2,233 sehingga berdasarkan hasil uji autokorelasi dapat disimpulkan bahwa regresi dalam kedua model tidak memiliki gejala autokorelasi

Analisis Uji Hipotesis

Tabel 4.12 Hasil Uji T Statistik Model Regresi I

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	4.023	.605		6.649	.000
	TATO	2.282	.512	.408	4.453	.000
	STDL	-6.445	2.308	-.258	-2.792	.006
	LTDL	-1.482	.772	-.172	-1.919	.058

a. Dependent Variable: ROA

Tabel 4.13 Hasil Uji T Statistik Model Regresi II

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
2	(Constant)	-1.886	1.026		-1.839	.069
	TATO	3.501	.798	.356	4.388	.000
	STDL	7.012	3.399	.160	2.063	.042
	LTDL	1.101	1.113	.073	.989	.325
	ROA	.825	.141	.467	5.829	.000

a. Dependent Variable: SGR

Pembahasan Pengaruh Total Asset Turnover terhadap Return on Asset

Hipotesis pertama (H₁) mengungkapkan bahwa efisiensi asset berpengaruh secara positif terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hal ini sejalan dengan hasil pengujian hipotesis yang menunjukkan bahwa *total asset turnover* dengan nilai signifikansi $0,000 < 0,001$ dan nilai koefisien beta sebesar 2,282, terbukti secara signifikan berpengaruh positif terhadap ROA perusahaan, maka **H1 diterima**.

Pembahasan Pengaruh *Financial Leverage* (STDL) terhadap Return on Asset

Hipotesis kedua (H₂) mengungkapkan bahwa *financial leverage* berpengaruh secara negative terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Untuk hasil yang lebih komprehensif, pengujian hipotesis memproksikan financial leverage dengan 2 variabel, hutang jangka pendek (STDL) hasil pengujian menunjukkan bahwa STDL dengan nilai signifikansi $0,006 < 0,05$ dan nilai koefisien beta -6,445 memiliki pengaruh signifikan secara negatif terhadap profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA, maka **H2 diterima**.

Pembahasan Pengaruh *Financial Leverage* (LTDL) terhadap *Return on Asset*

Hipotesis kedua (H_3) mengungkapkan bahwa *financial leverage* berpengaruh secara negative terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Untuk hasil yang lebih komprehensif, pengujian hipotesis memproksikan *financial leverage* dengan 2 variabel, hutang jangka pendek (STD L) dan hutang jangka panjang (LTDL), hasil pengujian menunjukkan bahwa LTDL dengan nilai signifikansi $0,058 < 0,1$ dan nilai koefisien beta $-1,482$ memiliki pengaruh negatif dan signifikan, maka **H3 diterima**.

Pembahasan Pengaruh Efisiensi Aset terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Hipotesis keempat (H_4) mengungkapkan bahwa efisiensi aset yang diproksikan oleh TATO berpengaruh positif terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR). Hal ini tidak sejalan dengan hasil pengujian hipotesis yang menunjukkan bahwa *total asset turnover* dengan nilai signifikansi $0,000 < 0,01$ dan nilai koefisien beta sebesar $3,501$, yang mengartikan bahwa TATO berpengaruh positif secara signifikan terhadap SGR perusahaan, maka **H4 diterima**.

Pembahasan Pengaruh *Financial Leverage* (STD L) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Hipotesis kelima (H_5) menduga bahwa *financial leverage* (STD L) memiliki pengaruh negative signifikan terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR). Agar hasil penelitian lebih komprehensif, pengujian hipotesis memproksikan *financial leverage* dengan 2 variabel, hutang jangka pendek (STD L) dan hutang jangka panjang (LTDL), hasil pengujian menunjukkan bahwa STD L dengan nilai signifikansi $0,042 < 0,05$ dan nilai koefisien beta $7,012$ memiliki pengaruh positif signifikan terhadap SGR, sedangkan pada variabel LTDL dengan nilai signifikansi $0,325 > 0,1$ dan nilai koefisien beta $-1,101$ terbukti memiliki pengaruh tidak signifikan yang negatif terhadap SGR, maka **H5 ditolak**.

Pembahasan Pengaruh *Financial Leverage* (LTDL) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Hipotesis keenam (H_6) menduga bahwa *financial leverage* (LTDL) memiliki pengaruh negative signifikan terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR). Agar hasil penelitian lebih komprehensif, pengujian hipotesis memproksikan *financial leverage* dengan 2 variabel, hutang jangka pendek (STD L) dan hutang jangka panjang (LTDL), hasil pengujian menunjukkan variabel LTDL dengan nilai signifikansi $0,325 > 0,1$ dan nilai koefisien beta $-1,101$ terbukti memiliki pengaruh tidak signifikan yang negatif terhadap SGR, maka **H6 ditolak**.

Pembahasan Pengaruh *Return on Asset* (ROA) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR)

Hipotesis ketujuh (H_7) mengungkapkan bahwa profitabilitas yang diproksikan oleh ROA berpengaruh positif terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR). Hal ini sejalan dengan hasil pengujian hipotesis yang menunjukkan bahwa ROA dengan nilai signifikansi $0,000 < 0,01$ dan nilai koefisien beta sebesar $0,825$, yang mengartikan bahwa ROA berpengaruh secara signifikan terhadap SGR perusahaan, maka **H7 diterima**.

Analisis Uji Sobel dan Pembahasan Pengaruh Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh Efisiensi Aset terhadap Sustainable Growth Rate (SGR).

$$t_{hitung} = \frac{a \cdot b}{\sqrt{b^2 SE_a^2 + a^2 SE_b^2 + SE_a^2 SE_b^2}}$$

$$t_{hitung} = \frac{2,282 \cdot 0,825}{\sqrt{0,825^2 \cdot 0,512^2 + 2,282^2 \cdot 0,141^2 + 0,512^2 \cdot 0,141^2}}$$

$$t_{hitung} = \frac{1,88265}{\sqrt{0,178421 + 0,103530 + 0,005212}}$$

$$t_{hitung} = \frac{1,88265}{0,535877}$$

$$t_{hitung} = 3,513$$

Hipotesis kedelapan (H₈) mengungkapkan bahwa profitabilitas memediasi pengaruh efisiensi aset terhadap *sustainable growth rate* (SGR) pada perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar di BEI. Berdasarkan perhitungan uji sobel diatas, diperoleh nilai t hitung sebesar 3,513. Karena nilai t hitung 3,513 yang didapatkan lebih besar dibandingkan dengan nilai t tabel dengan signifikansi 5% yaitu sebesar 1,97, maka dapat disimpulkan bahwa variabel ROA memediasi pengaruh variabel *Total Asset Turnover* (TATO) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR), maka **H8 diterima**.

Analisis Uji Sobel dan Pembahasan Pengaruh Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh Financial Leverage terhadap Sustainable Growth Rate (SGR).

$$t_{hitung} = \frac{a \cdot b}{\sqrt{b^2 SE_a^2 + a^2 SE_b^2 + SE_a^2 SE_b^2}}$$

$$t_{hitung} = \frac{(-6,445) \cdot 0,825}{\sqrt{0,825^2 \cdot 2,308^2 + (-6,445)^2 \cdot 0,141^2 + 2,308^2 \cdot 0,141^2}}$$

$$t_{hitung} = \frac{-5,31713}{\sqrt{3,62559 + 0,825817 + 0,105903}}$$

$$t_{hitung} = \frac{-5,31713}{2,13478}$$

$$t_{hitung} = -2,490$$

Hipotesis kesembilan (H₉) mengungkapkan bahwa profitabilitas memediasi pengaruh *financial leverage* terhadap *sustainable growth rate* (SGR) pada perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar di BEI. Pengujian pertama dilakukan untuk variabel hutang jangka pendek (STD_L). Berdasarkan perhitungan uji sobel diatas, diperoleh nilai t hitung sebesar (-2,490). Karena nilai t hitung (-2,490) yang didapatkan lebih kecil dibandingkan dengan nilai t tabel signifikansi 5% yaitu sebesar 1,97, maka dapat disimpulkan bahwa variabel ROA tidak memediasi pengaruh variabel hutang jangka pendek (STD_L) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR), maka **H9 ditolak**.

Pembahasan Pengaruh Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR).

$$t_{hitung} = \frac{a.b}{\sqrt{b^2 SE_a^2 + a^2 SE_b^2} SE_a SE_b}$$
$$t_{hitung} = \frac{-1,482.0,825}{\sqrt{0,825^2 0,772^2 + (-1,482)^2 0,141^2 + 0,772^2 0,141^2}}$$
$$t_{hitung} = \frac{-1,22265}{\sqrt{0,040564 + 0,043665 + 0,11849}}$$
$$t_{hitung} = \frac{-1,22265}{0,677908}$$
$$t_{hitung} = -1,800$$

Hipotesis kedelapan (H_{10}) mengungkapkan bahwa profitabilitas memediasi pengaruh *financial leverage* (LTDL) terhadap *sustainable growth rate* (SGR) pada perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar di BEI. Berdasarkan perhitungan uji sobel diatas, terperoleh nilai t hitung sebesar -1,800. Karena nilai t hitung (-1,800) yang didapatkan lebih kecil dibandingkan dengan nilai t tabel signifikansi 5% yaitu sebesar 1,97, maka dapat disimpulkan bahwa variabel ROA tidak memediasi pengaruh variabel hutang jangka panjang (LTDL) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR), maka **H10 ditolak**.

KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh antara variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Sustainable Growth Rate* (SGR). Sementara itu, variabel independen dalam studi ini adalah efisiensi asset dan *financial leverage* yang diproksikan oleh LTDL dan STDL. Data penelitian yang digunakan dalam studi ini adalah sektor manufaktur dari periode 2017 hingga 2021. Pengambilan sampel data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* yang kemudian akan diolah dengan regresi data panel di SPSS. Berdasarkan pengujian hipotesis yang telah diusulkan dalam penelitian ini, kesimpulan yang diperoleh dari penelitian ini termasuk:

1. Hasil penelitian menemukan bahwa terdapat pengaruh tidak langsung positif yang signifikan antara efisiensi asset yang diproksikan oleh *Total Asset Turnover* (TATO) terhadap profitabilitas yang diproksikan oleh *Return On Asset* (ROA).
2. Hasil penelitian menemukan bahwa terdapat pengaruh tidak langsung negatif yang signifikan antara *financial leverage* yang diproksikan oleh hutang jangka pendek (STDL) dan hutang jangka panjang (LTDL) terhadap profitabilitas yang diproksikan oleh *Return On Asset* (ROA).
3. Hasil penelitian menemukan bahwa ada pengaruh positif langsung yang signifikan antara *Total Asset Turnover* (TATO) terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR).
4. Hasil penelitian menemukan pada variabel hutang jangka pendek (STDL) hasil penelitian menemukan adanya berpengaruh positif signifikan secara langsung terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR), sedangkan pada hasil variabel hutang jangka panjang (LTDL), ditemukan pengaruh yang tidak signifikan terhadap

Sustainable Growth Rate (SGR). Hasil ini mengindikasikan bahwa perubahan nilai STDL mempengaruhi perubahan pada nilai *Sustainable Growth Rate* (SGR) secara langsung namun tidak pada LTDL.

5. Hasil penelitian menemukan bahwa profitabilitas yang diprosikan dengan *Return On Asset* (ROA) berpengaruh secara langsung terhadap *Sustainable Growth Rate* (SGR).
6. Berdasarkan hasil uji hipotesis dengan uji sobel, hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA memediasi pengaruh variabel TATO terhadap variabel SGR.
7. Berdasarkan hasil uji hipotesis dengan uji sobel, hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA tidak memediasi pengaruh STDL<DL terhadap SGR.

REFERENSI

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438–445. <https://doi.org/10.1108/15265940510633505>
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(4), 354–368. <https://doi.org/10.1108/IJCoMA-11-2011-0034>
- Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M., Ain, Q. U., & Javaid, H. M. (2022). Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability. *Economic Change and Restructuring*, 55(2), 737–774. <https://doi.org/10.1007/s10644-021-09321-z>
- Bae, J., Kim, S. J., & Oh, H. (2017). Taming polysemous signals: The role of marketing intensity on the relationship between financial leverage and firm performance. *Review of Financial Economics*, 33, 29–40. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.12.002>
- Berger, V. W., & Zhou, Y. (n.d.). *Kolmogorov-Smirnov Test: Overview*.
- Brealey RA (2001) *Fundamentals of corporate finance*. McGraw Hill, United States of America
- Chrinko, R., & Singha, A. (2000). Pecking order and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3), 389–408.
- Damouri, D., Khanagha, J.B., & Kaffash, M. (2013). The Relationship between Changes in the Financial Leverage and the Values of the Tehran Listed Firms. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 3, 198–210.
- Dalci, I. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 410–432. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2018-0008>
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190–1206. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
- Fonseka, M. M., Ramos, C. G., & Tian, G. L. (2012). "The most appropriate sustainable growth rate model for managers and researchers", *Journal of Applied Business Research*, 28(3), 481–500.
- Huang, L., Ying, Q., Yang, S., & Hassan, H. (2019). Trade credit financing and sustainable growth of firms: Empirical evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 11(4). <https://doi.org/10.3390/su11041032>
- Listiani, N., & Supramono, S. (n.d.). *Sustainable Growth Rate: Between Fixed Asset Growth and Firm Value*.
- Rahim, N. (2017a). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: A Case Study In Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48–60. <https://doi.org/10.18510/ijmier.2017.321>