

**PENGARUH STRUKTUR MODAL, LIKUIDITAS, DAN PERTUMBUHAN PENJUALAN
TERHADAP PROFITABILITAS PADA PERUSAHAAN INVESTASI DAN HOLDING
YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA**

Netti Natarida Marpaung^{1*}, Roy Marcelius Perdana Naibaho²
Universitas Satya Negara Indonesia^{1,2}
natarida.nm@gmail.com¹

Received:
27 Agustus 2026

Accepted:
28 Agustus 2026

Published:
30 Agustus 2026

ABSTRACT

This study aims to examine the effects of capital structure, liquidity, and sales growth on the profitability of investment and holding companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Profitability is measured by Return on Assets (ROA), capital structure by the Debt-to-Equity Ratio (DER), liquidity by the Current Ratio (CR), and sales growth by Sales Growth. The study adopts a quantitative approach using secondary data obtained from companies' financial statements for the 2015–2021 period. The sample was selected using purposive sampling, resulting in eight companies and 43 firm-year observations. The analysis employs panel data regression using the Fixed Effects Model. Given the presence of heteroskedasticity and the limited number of clusters, statistical inference was conducted using cluster-robust standard errors and further assessed through wild cluster bootstrap with Webb weights. The results indicate that DER and CR provide no robust statistical evidence of an effect on ROA. In contrast, Sales Growth has a positive and statistically significant effect on ROA based on the wild cluster bootstrap results. These findings suggest that sales growth is the strongest factor in explaining profitability, particularly when supported by cost efficiency and effective asset management.

Keywords: Capital Structure; Liquidity; Sales Growth; Profitability; Return on Assets.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh struktur modal, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap profitabilitas perusahaan investasi dan holding yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Profitabilitas diukur dengan Return on Assets (ROA), struktur modal dengan Debt to Equity Ratio (DER), likuiditas dengan Current Ratio (CR), dan pertumbuhan penjualan dengan Sales Growth. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan periode 2015–2021. Sampel dipilih melalui purposive sampling dan menghasilkan delapan perusahaan dengan 43 observasi perusahaan-tahun. Analisis dilakukan menggunakan regresi data panel dengan Fixed Effects Model. Mengingat adanya heteroskedastisitas dan keterbatasan jumlah klaster, inferensi menggunakan cluster-robust standard errors dan diperkuat dengan wild cluster bootstrap berbasis Webb weights. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER dan CR tidak memberikan bukti pengaruh yang robust terhadap ROA. Sebaliknya, Sales Growth berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA berdasarkan wild cluster bootstrap. Temuan ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan faktor yang paling kuat dalam menjelaskan profitabilitas, terutama ketika didukung efisiensi biaya dan pengelolaan aset yang efektif.

Kata kunci: Struktur Modal; Likuiditas; Pertumbuhan Penjualan; Profitabilitas; Return on Assets.

PENDAHULUAN

Kinerja keuangan perusahaan dapat tercermin melalui tingkat profitabilitas, yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya untuk menciptakan laba. Profitabilitas menjadi salah satu ukuran penting dalam mengevaluasi efektivitas pengelolaan perusahaan dan berkaitan dengan keputusan pendanaan, likuiditas, serta penciptaan nilai perusahaan (Hapsoro and Falih 2020; Hidayat et al. 2025). Dengan demikian, pemahaman mengenai faktor-faktor yang memengaruhi profitabilitas penting bagi manajemen dalam merumuskan kebijakan keuangan dan bagi investor dalam mengevaluasi kondisi serta prospek perusahaan.

Profitabilitas dipengaruhi tidak hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan, tetapi juga oleh keputusan keuangan dan kondisi operasional. Struktur modal merupakan keputusan penting yang menentukan kombinasi utang dan modal sendiri; penggunaan utang dapat mendukung pembiayaan aktivitas usaha dan investasi, tetapi tingkat utang yang berlebihan dapat meningkatkan beban keuangan dan risiko sehingga berpotensi menekan profitabilitas, sebagaimana ditunjukkan oleh bukti empiris yang sejalan dengan perspektif *pecking order theory* (Benny Setiawan and Thio Lie Sha 2022; Wijaya and Juliana 2023). Likuiditas menunjukkan kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek dan mempertahankan kelancaran operasi. Di sisi lain, likuiditas yang terlalu tinggi dapat mencerminkan adanya dana atau aset lancar yang belum dioptimalkan, sehingga peningkatan likuiditas tidak selalu diikuti peningkatan profitabilitas secara proporsional (Sany and Yonatan 2023; Wibowo 2025). Sementara itu, pertumbuhan penjualan berpotensi meningkatkan profitabilitas melalui peningkatan pendapatan, tetapi manfaatnya bergantung pada kemampuan perusahaan mengendalikan biaya serta mengelola kebutuhan modal kerja dan pendanaan (Benny Setiawan and Thio Lie Sha 2022).

Hubungan ketiga faktor tersebut menjadi semakin relevan pada perusahaan investasi dan holding. Karakteristik perusahaan yang memiliki kepemilikan atau pengendalian atas entitas lain menyebabkan pengelolaan aset, pendanaan, dan sumber daya berlangsung melalui struktur organisasi yang lebih kompleks dibandingkan perusahaan yang berdiri secara independen. Struktur kelompok usaha juga memungkinkan adanya mekanisme *internal capital market* dan transfer sumber daya antarentitas, yang dapat memengaruhi keputusan pendanaan maupun kinerja perusahaan anggota kelompok (Bressan, Rammerstorfer, and Weinmayer 2021; Luciano and Wihlborg 2023). Perbedaan struktur kepemilikan, diversifikasi, leverage, dan mekanisme pengelolaan sumber daya tersebut dapat menyebabkan kinerja perusahaan dalam kelompok usaha berbeda antarperusahaan maupun antarperiode (Khanna and Rivkin 2001; Lin, Nguyen, and Tran 2019).

Fenomena perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan adanya variasi kinerja profitabilitas, struktur modal, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan selama periode pengamatan. Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Assets* (ROA) menunjukkan kondisi yang tidak seragam, termasuk perusahaan yang mampu mempertahankan profitabilitas positif dan perusahaan yang mengalami profitabilitas negatif. Variasi tersebut juga tidak selalu sejalan dengan perubahan struktur modal, likuiditas, maupun pertumbuhan penjualan, karena hubungan antara faktor-faktor tersebut dan profitabilitas dapat berbeda menurut karakteristik perusahaan dan kondisi industrinya. Bukti empiris pada perusahaan yang terdaftar di BEI juga menunjukkan bahwa pengaruh *sales growth*, likuiditas, dan struktur modal terhadap profitabilitas tidak selalu konsisten (Sutari Sri rejeki et al. 2026). Dengan demikian, peningkatan penjualan atau perubahan penggunaan utang belum tentu menghasilkan perubahan profitabilitas yang sama pada setiap perusahaan, sehingga hubungan tersebut perlu diuji dengan mempertimbangkan karakteristik individual perusahaan.

Secara empiris, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten mengenai pengaruh struktur modal, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap profitabilitas. Beberapa penelitian menemukan bahwa struktur modal dan pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan

terhadap profitabilitas, sementara likuiditas dalam beberapa studi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan; perbedaan temuan juga terlihat pada penelitian dengan karakteristik perusahaan dan periode pengamatan yang berbeda (Sari, -, and Bandawaty 2025; Totok Susilo 2025). Ketidakkonsistenan tersebut menunjukkan adanya *research gap*, terutama dalam menjelaskan bagaimana ketiga faktor tersebut secara simultan berkaitan dengan profitabilitas pada perusahaan investasi dan holding di Indonesia, yang memiliki karakteristik bisnis berbeda dari perusahaan manufaktur atau sektor konsumsi yang lebih banyak menjadi objek penelitian sebelumnya. Penelitian yang secara khusus menguji ketiga determinan tersebut pada perusahaan investasi dan holding juga masih terbatas, sehingga penelitian ini diarahkan untuk mengisi kesenjangan tersebut.

Temuan fenomena empiris dan perbedaan hasil penelitian sebelumnya melandasi dilakukannya penelitian ini untuk menguji pengaruh struktur modal, likuiditas, serta pertumbuhan penjualan terhadap profitabilitas perusahaan investasi dan holding di Bursa Efek Indonesia. Profitabilitas diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA), struktur modal dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), likuiditas dengan *Current Ratio* (CR), dan pertumbuhan penjualan dengan *Sales Growth*. Pemilihan variabel tersebut merepresentasikan aspek keputusan pendanaan, kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek, dan perkembangan aktivitas usaha yang secara teoritis berkaitan dengan kemampuan perusahaan menghasilkan laba.

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur manajemen keuangan mengenai determinan profitabilitas pada perusahaan investasi dan holding. Secara praktis, hasil penelitian dapat menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen dalam mengelola struktur pendanaan, likuiditas, dan pertumbuhan usaha serta bagi investor dalam mengevaluasi kinerja dan prospek perusahaan.

KAJIAN LITERATUR

Teori Pecking Order

Pecking Order Theory menyatakan bahwa perusahaan memprioritaskan dana internal, diikuti utang, dan terakhir ekuitas eksternal karena asimetri informasi dan biaya pendanaan (MYERS 1984; Myers and Majluf 1984). Profitabilitas yang tinggi cenderung meningkatkan dana internal sehingga mengurangi kebutuhan utang, sedangkan kebutuhan investasi dan ekspansi dapat mendorong penggunaan utang ketika dana internal tidak mencukupi (Frank and Goyal 2009; De Jong, Verbeek, and Verwijmeren 2010).

Teori ini menjelaskan hubungan struktur modal dengan profitabilitas. Utang dapat mendukung investasi ketika dana internal terbatas, tetapi leverage berlebihan meningkatkan beban dan risiko keuangan sehingga berpotensi menekan kinerja (Sarpong-Danquah, Adusei, and Frimpong 2023). Pada perusahaan investasi dan holding, kompleksitas kebutuhan pendanaan dan kepemilikan membuat keputusan utang semakin penting karena memengaruhi risiko, kapasitas investasi, dan profitabilitas (Ramli, Latan, and Solovida 2019).

Profitabilitas

Sebagai salah satu ukuran kinerja keuangan, profitabilitas menggambarkan sejauh mana perusahaan mampu mengoptimalkan sumber daya yang dikelolanya untuk memperoleh laba (Diaz and Pandey 2019). Profitabilitas dapat diukur melalui ROA, ROE, dan NPM, dengan penelitian ini menggunakan *Return on Assets* (ROA) karena mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari keseluruhan aset yang digunakan (Munawar et al. 2026; Prasetyo et al. 2021). ROA mencerminkan efektivitas pemanfaatan aset dalam menghasilkan keuntungan, sehingga semakin tinggi ROA menunjukkan semakin efektif penggunaan aset perusahaan (Arwani, Masrur, and Muhammad 2024; Sari and Fhitri 2026).

Struktur Modal

Struktur modal menunjukkan komposisi pendanaan perusahaan dari utang dan ekuitas yang berkaitan dengan biaya pendanaan, risiko keuangan, dan kinerja perusahaan (Ramli et al. 2019). Utang dapat menyediakan dana untuk aktivitas usaha dan investasi, tetapi leverage yang tinggi meningkatkan kewajiban dan risiko keuangan sehingga berpotensi menekan profitabilitas (Ramli et al. 2019; Sari and Dwirandra 2019).

Dalam penelitian ini, struktur modal diproksikan dengan Debt to Equity Ratio (DER), yaitu perbandingan total utang terhadap total ekuitas yang mencerminkan tingkat ketergantungan perusahaan pada pendanaan berbasis utang (Wianta Efendi and Adi Wibowo 2017). Semakin tinggi DER menunjukkan semakin besar penggunaan utang relatif terhadap modal sendiri; apabila manfaat pendanaan utang tidak mampu mengimbangi beban keuangannya, peningkatan leverage dapat menurunkan profitabilitas (Ramli et al. 2019; Sari and Dwirandra 2019).

Likuiditas

Kemampuan perusahaan dalam mengelola aset lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendek sekaligus mempertahankan kelancaran operasional tercermin dari tingkat likuiditasnya (Karim, Widyarti, and Santoso 2023). Namun, likuiditas yang terlalu tinggi dapat mengindikasikan kurang optimalnya pemanfaatan aset lancar sehingga tidak selalu meningkatkan profitabilitas (Udayat, Esra, and Brastoro 2026).

Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan dengan Current Ratio (CR), yaitu perbandingan aset lancar terhadap kewajiban lancar yang mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek (Karim et al. 2023). Dengan demikian, pengaruh CR terhadap profitabilitas bergantung pada kemampuan perusahaan menyeimbangkan kecukupan likuiditas dan efektivitas pemanfaatan aset lancar (Sany and Yonatan 2023; Udayat et al. 2026).

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan mencerminkan perubahan penjualan antarperiode dan menunjukkan perkembangan aktivitas usaha (Markman and Gartner 2002). Peningkatan penjualan berpotensi meningkatkan profitabilitas apabila pertumbuhan tersebut dapat dikonversi menjadi laba secara efisien, sedangkan pertumbuhan yang disertai kebutuhan modal, biaya operasional, dan investasi yang besar belum tentu meningkatkan laba (Ananto 2025; Markman and Gartner 2002).

Dalam penelitian ini, *Sales Growth* diukur berdasarkan perubahan penjualan dibandingkan periode sebelumnya. Pengaruhnya terhadap profitabilitas bergantung pada kemampuan perusahaan mengonversi pertumbuhan pendapatan menjadi laba melalui efisiensi operasional dan pengelolaan sumber daya (Ananto 2025; Benny Setiawan and Thio Lie Sha 2022).

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas

Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan memprioritaskan dana internal dan menggunakan utang ketika kebutuhan pendanaan melebihi sumber internal (MYERS 1984; Myers and Majluf 1984). Utang dapat memperluas kapasitas pendanaan, tetapi leverage yang tinggi meningkatkan risiko dan beban keuangan sehingga berpotensi menekan laba apabila tidak diimbangi pengembalian yang memadai (Sarpong-Danquah et al. 2023).

Temuan empiris menunjukkan bahwa struktur modal dapat berpengaruh negatif terhadap profitabilitas karena peningkatan ketergantungan pada utang meningkatkan beban keuangan (Sarpong-Danquah et al. 2023). Pada perusahaan investasi dan holding, kebutuhan pendanaan untuk investasi dan pengelolaan kepemilikan dapat meningkatkan penggunaan utang, sehingga semakin tinggi DER diperkirakan semakin rendah profitabilitas.

H1: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap profitabilitas pada perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Likuiditas terhadap Profitabilitas

Likuiditas pada tingkat yang memadai memungkinkan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek sekaligus mempertahankan kelancaran aktivitas operasional (Karim et al. 2023). Sebaliknya, tingkat likuiditas yang berlebihan dapat mengindikasikan adanya aset lancar yang belum dimanfaatkan secara produktif, sehingga peningkatan likuiditas tidak serta-merta berdampak pada peningkatan profitabilitas (Udayat et al. 2026). Dengan demikian, pengaruh likuiditas terhadap profitabilitas bergantung pada efektivitas pengelolaan aset lancar (Sany and Yonatan 2023).

Temuan empiris menunjukkan hubungan likuiditas dan profitabilitas yang belum konsisten, mulai dari positif hingga tidak signifikan (Karim et al. 2023; Udayat et al. 2026). Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek tidak otomatis meningkatkan laba. Pada perusahaan investasi dan holding, efektivitas pengelolaan aset lancar menjadi penting karena perlu diseimbangkan dengan kebutuhan investasi dan efisiensi penggunaan sumber daya.

H2: Likuiditas berpengaruh terhadap profitabilitas pada perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Profitabilitas

Pertumbuhan penjualan dapat meningkatkan profitabilitas melalui peningkatan pendapatan apabila perusahaan mampu mengendalikan biaya dan mengelola sumber daya secara efisien (Benny Setiawan and Thio Lie Sha 2022; Djaya and Firdausy 2023). Namun, pertumbuhan penjualan juga dapat meningkatkan kebutuhan modal kerja dan biaya operasional sehingga tambahan pendapatan belum tentu menghasilkan laba yang sebanding (Ananto 2025; Markman and Gartner 2002).

Temuan empiris mengenai hubungan pertumbuhan penjualan dan profitabilitas masih beragam, menunjukkan bahwa dampaknya bergantung pada kemampuan perusahaan mengonversi pertumbuhan pendapatan menjadi laba (Ananto 2025; Markman and Gartner 2002). Dengan mempertimbangkan hubungan tersebut, pertumbuhan penjualan diperkirakan berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan investasi dan holding.

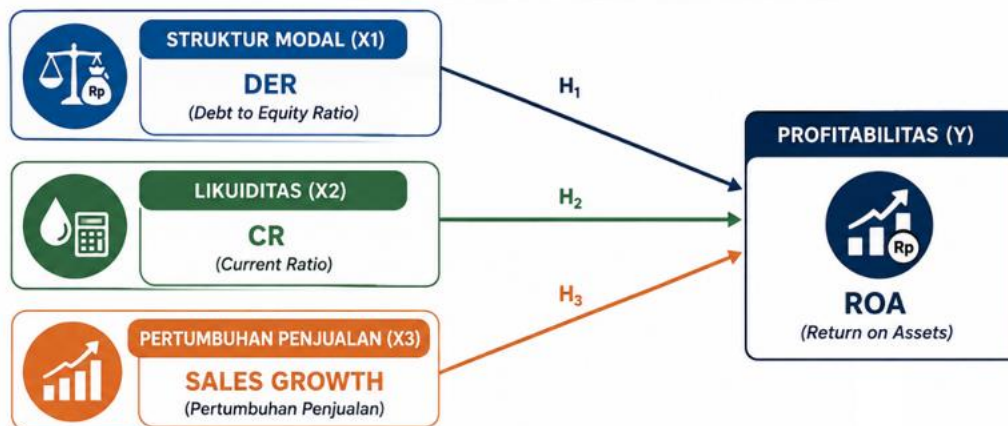
H3: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap profitabilitas pada perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Kerangka Pemikiran Penelitian

Berdasarkan *Pecking Order Theory* dan penelitian terdahulu, profitabilitas berkaitan dengan keputusan pendanaan, likuiditas, dan perkembangan aktivitas usaha (MYERS 1984; Ramli et al. 2019). Struktur modal yang diproksikan dengan DER merepresentasikan penggunaan utang relatif terhadap modal sendiri (Wianta Efendi and Adi Wibowo 2017); likuiditas yang diproksikan dengan CR mencerminkan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek (Karim et al. 2023); sedangkan *Sales Growth* mencerminkan perkembangan penjualan yang dapat meningkatkan profitabilitas apabila dikelola secara efisien (Benny Setiawan and Thio Lie Sha 2022; Markman and Gartner 2002). Ketiga variabel tersebut selanjutnya diuji pengaruhnya terhadap profitabilitas yang diproksikan dengan ROA, yang mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang digunakan (Diaz and Pandey 2019).

Kerangka pemikiran penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatori untuk menganalisis pengaruh struktur modal, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap profitabilitas perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data sekunder diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan selama periode 2015–2021. Kombinasi data perusahaan dan periode waktu membentuk data panel, sehingga pengujian dilakukan menggunakan regresi data panel.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian mencakup perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di BEI selama periode 2015–2021. Sampel dipilih menggunakan *purposive sampling* berdasarkan ketersediaan data yang diperlukan untuk mengukur seluruh variabel penelitian.

Sebanyak 12 perusahaan teridentifikasi sebagai kandidat sampel. Setelah pemeriksaan kelengkapan dan konsistensi data, empat perusahaan dikeluarkan karena tidak memiliki data yang memadai. Dengan demikian, diperoleh delapan perusahaan sebagai sampel akhir dengan maksimum 56 observasi perusahaan-tahun ($8 \text{ perusahaan} \times 7 \text{ tahun}$). Apabila terdapat data yang tidak tersedia pada tahun tertentu, struktur data menjadi *unbalanced panel* dan jumlah observasi aktual menyesuaikan ketersediaan data pada masing-masing model.

Tabel 1. Seleksi Sampel Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan investasi dan holding kandidat sampel	12
2	Perusahaan dengan data keuangan tidak lengkap	(4)
3	Sampel akhir penelitian	8
4	Periode pengamatan	2015–2021
5	Maksimum observasi perusahaan-tahun	56

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Delapan perusahaan yang menjadi sampel penelitian terdiri atas ABM Investama Tbk, PT MNC Investama Tbk., PT Global Mediacom Tbk, Bakrie & Brothers Tbk, PT Kresna Graha Investama Tbk., Multipolar Tbk, PT Charnic Capital Tbk., dan PT Panca Global Kapital Tbk.

Jenis, Sumber, dan Pengumpulan Data

Data penelitian berupa data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan sampel selama 2015–2021. Data yang dikumpulkan meliputi total aset, total utang, total ekuitas, aset lancar, kewajiban lancar, laba bersih, dan penjualan. Data tersebut digunakan untuk menghitung DER, CR, *Sales Growth*, dan ROA.

Pengumpulan data dilakukan melalui identifikasi sampel, penelusuran dokumen perusahaan, pencatatan data keuangan, perhitungan variabel, serta pemeriksaan kelengkapan dan konsistensi data sebelum analisis.

Variabel dan Pengukuran

Penelitian menggunakan profitabilitas sebagai variabel dependen dan struktur modal, likuiditas, serta pertumbuhan penjualan sebagai variabel independen. Operasionalisasi variabel disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2.
Operasionalisasi Variabel

Variabel	Simbol	Proksi	Pengukuran
Struktur Modal	X1	Debt to Equity Ratio (DER)	Total Utang / Total Ekuitas × 100%
Likuiditas	X2	Current Ratio (CR)	Aset Lancar / Kewajiban Lancar × 100%
Pertumbuhan Penjualan	X3	Sales Growth (SG)	$(\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}) / \text{Penjualan}_{t-1} \times 100\%$
Profitabilitas	Y	Return on Assets (ROA)	Laba Bersih / Total Aset × 100%

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Teknik Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan pendekatan regresi data panel. Statistik deskriptif terlebih dahulu disajikan untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik masing-masing variabel berdasarkan nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Selanjutnya, estimasi dilakukan dengan mempertimbangkan tiga alternatif model panel, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM).

Penentuan model estimasi yang paling sesuai dilakukan melalui serangkaian pengujian, meliputi uji Chow, uji Hausman, dan uji *Lagrange Multiplier* (LM). Uji Chow digunakan untuk menentukan pilihan antara CEM dan FEM, sedangkan uji Hausman digunakan untuk membandingkan FEM dengan REM. Sementara itu, uji LM digunakan untuk menentukan model yang lebih tepat antara CEM dan REM. Model yang terpilih berdasarkan hasil pengujian tersebut kemudian digunakan sebagai dasar dalam melakukan pengujian hipotesis penelitian.

Model penelitian dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 Sg_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan: ROA_{it} merupakan profitabilitas perusahaan i pada periode t ; DER_{it} merupakan struktur modal; CR_{it} merupakan likuiditas; SG_{it} merupakan pertumbuhan penjualan; α adalah konstanta; $\beta_1 - \beta_3$ merupakan koefisien regresi; dan ε_{it} merupakan *error term*.

Pengujian Hipotesis dan Diagnostik Model

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 0,05$). Pengaruh masing-masing variabel independen terhadap ROA secara individual dievaluasi melalui uji t , sedangkan pengujian secara bersama-sama terhadap seluruh variabel independen dilakukan dengan uji F . Selanjutnya, koefisien determinasi digunakan untuk mengukur sejauh mana variabel-variabel independen dalam model mampu menerangkan variasi yang terjadi pada ROA.

Sebelum interpretasi hasil regresi, dilakukan pemeriksaan diagnostik untuk mengidentifikasi potensi multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan korelasi serial. Untuk mengatasi potensi ketergantungan error dalam data panel, inferensi statistik menggunakan *cluster-robust standard errors* pada tingkat perusahaan sesuai spesifikasi model yang digunakan.

Observasi dengan data yang tidak tersedia tidak diimputasi dan dikeluarkan dari model yang bersangkutan, sehingga jumlah observasi dapat berbeda antarspesifikasi. Nilai ekstrem tidak dihapus secara otomatis karena dapat merepresentasikan kondisi aktual perusahaan. Pemeriksaan dilakukan terhadap sumber data dan konsistensi perhitungannya sebelum observasi digunakan dalam estimasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variable	Mean	SD	Min	Max
ROA	0.003	0.090	-0.187	0.180
DER	1.504	2.008	-2.084	5.855
Current Ratio	4.171	7.628	0.276	29.286
Sales Growth	-0.003	0.344	-1.000	0.685

Note: $N = 48$. Seluruh variabel kontinu telah dilakukan winsorization pada persentil ke-5 dan ke-95. Sumber: Data diolah peneliti (2026).

Tabel 3 menunjukkan bahwa rata-rata ROA sebesar 0,003 dengan standar deviasi 0,090, dengan nilai minimum -0,187 dan maksimum 0,180. Hal ini menunjukkan profitabilitas yang relatif rendah dengan variasi yang cukup besar antarobservasi. DER memiliki rata-rata 1,504 dan standar deviasi 2,008, yang menunjukkan heterogenitas struktur pendanaan. CR memiliki rata-rata 4,171 dengan rentang 0,276–29,286, menunjukkan variasi kondisi likuiditas yang cukup besar. Sementara itu, *Sales Growth* memiliki rata-rata -0,003 dengan standar deviasi 0,344 dan rentang -1,000–0,685, yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan secara rata-rata relatif stagnan, tetapi bervariasi antarperusahaan dan periode.

Table 4. Pearson Correlation Matrix

Variable	1	2	3	4
1. ROA	1.000			
2. DER	0.057	1.000		
3. Current Ratio	0.271	-0.286*	1.000	
4. Sales Growth	0.070	0.017	-0.484***	1.000

Notes: $p < 0,05$; $p < 0,01$; $p < 0,001$. Korelasi dihitung berdasarkan observasi yang tersedia secara berpasangan. $N = 48$ untuk sebagian besar pasangan dan 43 untuk pasangan yang melibatkan *Sales Growth*. Sumber: Data diolah peneliti (2026).

Korelasi Pearson menunjukkan bahwa hubungan ROA dengan DER (0,057), CR (0,271), dan *Sales Growth* (0,070) relatif rendah. Korelasi antarvariabel independen juga tidak menunjukkan hubungan yang sangat kuat. Korelasi terbesar terdapat antara CR dan *Sales Growth* sebesar $-0,484$ ($p < 0,001$), sedangkan DER berkorelasi $-0,286$ dengan CR ($p < 0,05$). Hasil ini belum menunjukkan indikasi multikolinearitas yang kuat dan selanjutnya dikonfirmasi melalui nilai VIF.

Table 5. Multicollinearity Diagnostic

Independent Variable	VIF	Tolerance (1/VIF)
Current Ratio	1.41	0.709
Sales Growth	1.33	0.754
DER	1.08	0.926
Mean VIF	1.27	

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Nilai VIF berkisar antara 1,08 dan 1,41 dengan *mean VIF* sebesar 1,27. Nilai tersebut menunjukkan tidak adanya indikasi multikolinearitas yang kuat di antara DER, CR, dan *Sales Growth*. Dengan demikian, ketiga variabel dapat digunakan secara simultan dalam estimasi regresi panel.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Tabel 6. Hasil Pengujian Pemilihan Model Data Panel

Pengujian	Hipotesis Nol	Statistik Uji	<i>p-value</i>	Keputusan
F-test	Pooled OLS sesuai digunakan	$F(7,32) = 5,21$	0,0005	Fixed Effects
Breusch–Pagan LM test	Pooled OLS sesuai digunakan	$\chi^2(1) = 10,47$	0,0006	Random Effects
Hausman test	Random Effects konsisten	$\chi^2(3) = 9,28$	0,0258	Fixed Effects

Note: Pengujian menggunakan sampel yang sama, yaitu 43 observasi dari 8 perusahaan selama 2015–2021. Sumber: Data diolah peneliti (2026).

Pemilihan model menunjukkan bahwa *Pooled OLS* tidak memadai. F-test menunjukkan adanya efek individual perusahaan ($F(7,32) = 5,21$; $p = 0,0005$), sedangkan uji LM menunjukkan bahwa model dengan efek individual lebih sesuai daripada *Pooled OLS* ($\chi^2(1) = 10,47$; $p = 0,0006$). Selanjutnya, uji Hausman menghasilkan $\chi^2(3) = 9,28$ ($p = 0,0258$), sehingga hipotesis nol ditolak dan *Fixed Effects* dipilih sebagai model utama. Hasil tersebut menunjukkan bahwa karakteristik tidak teramati yang spesifik pada perusahaan berkaitan dengan variabel independen, sehingga pendekatan *Fixed Effects* lebih sesuai daripada *Random Effects*.

Uji Diagnostik Model

Uji Hausman menghasilkan $\chi^2(3) = 9,28$ dengan $p = 0,0258$. Karena *p-value* lebih kecil dari 0,05, hipotesis nol yang menyatakan bahwa perbedaan estimator *Fixed Effects* dan *Random Effects* tidak sistematis ditolak. Oleh karena itu, model *Fixed Effects* dipilih sebagai model utama penelitian. Hasil ini menunjukkan bahwa karakteristik tidak teramati yang spesifik pada masing-masing perusahaan berkorelasi dengan variabel independen, sehingga pendekatan *Fixed Effects* lebih sesuai dibandingkan *Random Effects*.

Tabel 7. Hasil Uji Diagnostik Model Fixed Effects

Masalah	Pengujian	Hasil	Kesimpulan
Heteroskedastisitas	Modified Wald	$\chi^2(8) = 771,08; p < 0,001$	Ada heteroskedastisitas
Autokorelasi	Wooldridge	$F(1,6) = 1,558; p = 0,2585$	Tidak ada bukti autokorelasi

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Pengujian diagnostik menunjukkan adanya heteroskedastisitas pada model Fixed Effects ($\chi^2(8) = 771,08; p < 0,001$), tetapi tidak terdapat bukti autokorelasi orde pertama ($F(1,6) = 1,558; p = 0,2585$). Oleh karena itu, estimasi akhir menggunakan Fixed Effects dengan *cluster-robust standard errors* pada tingkat perusahaan.

Namun, karena penelitian hanya mencakup delapan perusahaan, inferensi berdasarkan *cluster-robust standard errors* perlu ditafsirkan secara hati-hati. Untuk memperoleh inferensi yang lebih konservatif, digunakan *wild cluster bootstrap* dengan Webb weights dan 9.999 replikasi.

Estimasi Model Fixed Effects

Berikut adalah kesimpulan hasil pengujian terhadap ketiga pemilihan model regresi data panel yang ditampilkan pada tabel berikut:

Tabel 8. Hasil Estimasi Fixed Effects

Variabel	FE: Full Sample β	p-value	FE: Excluding Firm 8 β	p-value	Webb p-value
DER	0,0161	0,069	0,0161	0,078	0,6264
Current Ratio	0,0242	0,076	0,0242	0,085	0,2371
Sales Growth	0,1587	0,102	0,1587	0,112	0,0345
Observasi	43		42		
Perusahaan	8		7		
Within R ²	0,3559		0,3559		

Note: Model diestimasi menggunakan Fixed Effects dengan standard error dikelompokkan pada tingkat perusahaan. Kolom Webb menggunakan *wild cluster bootstrap* dengan Webb weights dan 9.999 replikasi. Sumber: Data diolah peneliti (2026).

Hasil estimasi Fixed Effects menunjukkan bahwa DER memiliki koefisien positif sebesar 0,0161. Dengan *cluster-robust standard errors*, koefisien tersebut signifikan pada tingkat 10% ($p = 0,069$), tetapi tidak signifikan pada tingkat 5%. Ketika inferensi menggunakan *wild cluster bootstrap*, *p-value* meningkat menjadi 0,6264. Dengan demikian, tidak terdapat bukti yang cukup kuat bahwa DER memengaruhi ROA.

CR juga memiliki koefisien positif sebesar 0,0242. Namun, hasil *cluster-robust standard errors* ($p = 0,076$) maupun *wild cluster bootstrap* ($p = 0,2371$) tidak menunjukkan signifikansi pada tingkat 5%. Dengan demikian, H2 tidak memperoleh dukungan empiris yang memadai.

Berbeda dengan kedua variabel tersebut, *Sales Growth* memiliki koefisien positif sebesar 0,1587. Meskipun *cluster-robust standard errors* menghasilkan $p = 0,102$, *wild cluster bootstrap* menghasilkan $p = 0,0345$. Hasil ini memberikan dukungan empiris terhadap hubungan positif Sales Growth dengan ROA berdasarkan inferensi bootstrap, meskipun bukti tersebut tidak muncul pada standard error cluster konvensional.

Secara keseluruhan, ketiga koefisien memiliki arah positif, tetapi hanya *Sales Growth* yang memperoleh dukungan statistik pada prosedur *wild cluster bootstrap*. Dengan jumlah cluster yang terbatas, hasil inferensi perlu ditafsirkan secara hati-hati dan tidak hanya didasarkan pada *p-value* dari *cluster-robust standard errors*.

Pembahasan

Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas

Hasil estimasi *Fixed Effects* menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki koefisien positif sebesar 0,0161 terhadap ROA. Berdasarkan *cluster-robust standard errors*, hubungan tersebut signifikan secara marginal pada tingkat 10% ($p = 0,069$), tetapi *wild cluster bootstrap* dengan *Webb weights* menghasilkan $p = 0,6264$. Dengan mempertimbangkan jumlah *cluster* yang hanya delapan perusahaan, hasil bootstrap memberikan inferensi yang lebih konservatif. Dengan demikian, H1 tidak didukung.

Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan leverage tidak secara konsisten menurunkan profitabilitas perusahaan investasi dan holding. Hasil tersebut tidak sepenuhnya mendukung *Pecking Order Theory* yang mendasari hipotesis negatif, tetapi juga tidak memberikan bukti kuat bahwa penggunaan utang meningkatkan ROA. Pada perusahaan investasi dan holding, utang dapat digunakan untuk membiayai investasi, akuisisi, pengembangan portofolio, atau entitas anak. Apabila dana tersebut menghasilkan tingkat pengembalian yang memadai, tambahan leverage tidak serta-merta menurunkan profitabilitas. Sebaliknya, utang yang tidak produktif atau disertai peningkatan biaya pendanaan dapat menekan laba.

Perbedaan hasil dengan penelitian terdahulu yang menemukan pengaruh negatif struktur modal dapat berkaitan dengan karakteristik perusahaan investasi dan holding. Berbeda dari perusahaan dengan aktivitas operasional yang lebih langsung, perusahaan investasi dan holding memiliki struktur aset, arus kas, serta keputusan investasi yang lebih kompleks. Oleh karena itu, dampak leverage terhadap profitabilitas dapat bergantung pada tujuan penggunaan utang dan kemampuan perusahaan menghasilkan pengembalian dari dana tersebut.

Dengan demikian, penelitian ini tidak menemukan bukti empiris yang robust bahwa peningkatan DER menurunkan ROA pada perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di BEI. Temuan ini mengindikasikan bahwa besarnya leverage saja belum cukup untuk menjelaskan profitabilitas tanpa mempertimbangkan efektivitas penggunaan dana tersebut.

Pengaruh Likuiditas terhadap Profitabilitas

Current Ratio (CR) memiliki koefisien positif sebesar 0,0242 terhadap ROA. Berdasarkan *cluster-robust standard errors*, hubungan tersebut signifikan pada tingkat 10% ($p = 0,076$), tetapi *wild cluster bootstrap* menghasilkan $p = 0,2371$. Dengan mempertimbangkan keterbatasan jumlah *cluster*, bukti tersebut belum cukup robust untuk menyimpulkan adanya pengaruh likuiditas terhadap profitabilitas. Dengan demikian, H2 tidak didukung.

Arah hubungan positif menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi berpotensi mendukung profitabilitas melalui kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek dan menjaga kelancaran aktivitas usaha. Namun, likuiditas yang tinggi tidak secara otomatis meningkatkan laba. Aset lancar yang berlebihan dapat menunjukkan adanya sumber daya yang belum dimanfaatkan secara produktif sehingga tingkat pengembaliannya lebih rendah dibandingkan penggunaan dana untuk aktivitas yang menghasilkan keuntungan.

Kondisi tersebut relevan bagi perusahaan investasi dan holding yang memiliki kebutuhan alokasi dana untuk investasi dan pengelolaan kepemilikan pada entitas lain. Dengan demikian, tingkat CR yang tinggi tidak dengan sendirinya mencerminkan efektivitas pengelolaan sumber daya. Profitabilitas lebih bergantung pada kemampuan perusahaan menyeimbangkan kecukupan likuiditas dengan produktivitas penggunaan aset lancar.

Temuan ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa pengaruh likuiditas terhadap profitabilitas tidak selalu signifikan, sekaligus berbeda dari studi yang menemukan pengaruh negatif. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa hubungan CR dan ROA dapat bergantung pada karakteristik perusahaan, struktur aset, serta efektivitas pengelolaan sumber daya. Dengan

demikian, likuiditas saja belum memberikan bukti yang cukup sebagai determinan profitabilitas perusahaan investasi dan holding.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Profitabilitas

Sales Growth menunjukkan koefisien positif sebesar 0,1587 terhadap ROA. Meskipun *cluster-robust standard errors* menghasilkan $p = 0,102$, *wild cluster bootstrap* dengan *Webb weights* menghasilkan $p = 0,0345$. Dengan demikian, setelah mempertimbangkan keterbatasan jumlah *cluster*, terdapat bukti yang mendukung hubungan positif antara pertumbuhan penjualan dan profitabilitas, sehingga H3 didukung.

Temuan tersebut sejalan dengan argumentasi teoritis bahwa peningkatan penjualan dapat meningkatkan profitabilitas apabila perusahaan mampu mengonversi tambahan pendapatan menjadi laba melalui pengendalian biaya dan efisiensi penggunaan sumber daya. Pertumbuhan penjualan memperbesar potensi pendapatan, tetapi manfaat terhadap profitabilitas bergantung pada kemampuan perusahaan menjaga agar peningkatan biaya, modal kerja, dan kebutuhan pendanaan tidak melebihi tambahan pendapatan yang dihasilkan.

Pada perusahaan investasi dan holding, pertumbuhan penjualan dapat mencerminkan perkembangan aktivitas usaha dan sumber pendapatan dalam struktur bisnis yang lebih kompleks. Oleh karena itu, pengaruh positif *Sales Growth* menunjukkan bahwa pertumbuhan pendapatan dapat menjadi sumber peningkatan profitabilitas ketika disertai pengelolaan biaya dan aset yang efektif.

Hasil ini mendukung penelitian terdahulu yang menemukan hubungan positif antara pertumbuhan penjualan dan profitabilitas. Namun, temuan penelitian ini juga menegaskan bahwa pertumbuhan penjualan tidak cukup dipahami sebagai peningkatan pendapatan semata. Kualitas pertumbuhan—yaitu kemampuan mengonversi pertumbuhan penjualan menjadi laba—menjadi faktor penting dalam menjelaskan peningkatan ROA.

PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh struktur modal, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap profitabilitas perusahaan investasi dan holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan estimasi *Fixed Effects* dengan *cluster-robust standard errors* dan inferensi *wild cluster bootstrap*, diperoleh tiga temuan utama.

Pertama, struktur modal tidak menunjukkan pengaruh yang robust terhadap profitabilitas, sehingga H1 tidak didukung. Meskipun koefisien DER bernilai positif, hasil *wild cluster bootstrap* tidak menunjukkan signifikansi statistik. Dengan demikian, perubahan penggunaan utang relatif terhadap ekuitas belum terbukti secara konsisten memengaruhi ROA.

Kedua, likuiditas juga tidak menunjukkan pengaruh yang robust terhadap profitabilitas, sehingga H2 tidak didukung. Temuan ini menunjukkan bahwa kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek belum secara otomatis meningkatkan profitabilitas, karena manfaat likuiditas bergantung pada efektivitas pemanfaatan aset lancar.

Ketiga, pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap profitabilitas, sehingga H3 didukung. Hasil *wild cluster bootstrap* menunjukkan hubungan positif yang signifikan, yang mengindikasikan bahwa peningkatan penjualan dapat meningkatkan ROA ketika pertumbuhan tersebut dikelola secara efisien dan mampu dikonversi menjadi laba.

Secara keseluruhan, pertumbuhan penjualan merupakan faktor yang menunjukkan bukti empiris paling kuat dalam menjelaskan profitabilitas, sedangkan struktur modal dan likuiditas belum menunjukkan pengaruh yang robust pada perusahaan investasi dan holding dalam sampel penelitian.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, jumlah perusahaan dan observasi relatif terbatas, dengan hanya delapan perusahaan sehingga inferensi statistik, khususnya pada tingkat

cluster, perlu ditafsirkan secara hati-hati. Kedua, periode pengamatan 2015–2021 relatif pendek dan mencakup periode pandemi COVID-19 yang dapat memengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Ketiga, setiap variabel hanya menggunakan satu proksi sehingga dimensi lain dari profitabilitas, struktur modal, likuiditas, dan pertumbuhan belum sepenuhnya tercakup. Keempat, fokus pada perusahaan investasi dan holding membatasi generalisasi hasil ke sektor lainnya.

Saran

Bagi perusahaan, hasil penelitian menekankan pentingnya mengelola pertumbuhan penjualan secara berkualitas melalui efisiensi biaya dan penggunaan sumber daya agar pertumbuhan pendapatan dapat dikonversi menjadi profitabilitas. Keputusan penggunaan utang dan pengelolaan likuiditas juga perlu disesuaikan dengan kebutuhan investasi dan kemampuan menghasilkan pengembalian.

Bagi investor, pertumbuhan penjualan dapat menjadi salah satu indikator dalam mengevaluasi prospek profitabilitas, tetapi perlu dipertimbangkan bersama struktur pendanaan, likuiditas, efisiensi, dan kondisi fundamental perusahaan.

Penelitian selanjutnya disarankan memperluas jumlah perusahaan dan periode pengamatan, menggunakan proksi alternatif, serta memasukkan determinan lain seperti ukuran perusahaan, efisiensi operasional, pertumbuhan aset, kebijakan investasi, dan tata kelola perusahaan. Dengan mempertimbangkan potensi *small number of clusters*, penelitian mendatang juga perlu menggunakan metode inferensi yang sesuai, termasuk *wild cluster bootstrap*, serta melakukan pengujian ketahanan hasil dengan spesifikasi alternatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Ananto, Prabowo. 2025. “Capital Structure Effects: The Role of Sales Growth in Shaping Firm Performance Across Southeast Asia.” *Journal of Accounting and Strategic Finance* 8(2):344–62. doi: 10.33005/jasf.v8i2.645.
- Arwani, Agus, Muhamad Masrur, and Rifqi Muhammad. 2024. “Profit Growth: Redefining Success with an Advanced ROA Model.” *Owner* 8(4):4507–23. doi: 10.33395/owner.v8i4.2489.
- Benny Setiawan, and Thio Lie Sha. 2022. “Pengaruh Cash Turnover, Firm Size, Leverage, Dan Sales Growth Terhadap Profitabilitas.” *Jurnal Paradigma Akuntansi* 4(3):976–85. doi: 10.24912/jpa.v4i3.19713.
- Bressan, Silvia, Margarethe Rammerstorfer, and Karl Weinmayer. 2021. “Internal Capital Markets and Bank Holding Company Efficiency.” *Review of Financial Economics* 39(2):163–77. doi: 10.1002/rfe.1116.
- Diaz, John Francis, and Rudresh Pandey. 2019. “FACTORS AFFECTING RETURN ON ASSETS OF US TECHNOLOGY AND FINANCIAL CORPORATIONS.” *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan* 21(2):134–44. doi: 10.9744/jmk.21.2.134-144.
- Djaya, Tawi, and Carunia Mulya Firdausy. 2023. “Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.” *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan* 7(4):760–69. doi: 10.24912/jmbk.v7i4.25362.
- Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. 2009. “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?” *Financial Management* 38(1):1–37. doi: 10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x.
- Hapsoro, Dody, and Zaki Naufal Falih. 2020. “The Effect of Firm Size, Profitability, and Liquidity on The Firm Value Moderated by Carbon Emission Disclosure.” *Journal of Accounting and Investment* 21(2). doi: 10.18196/jai.2102147.

- Hidayat, Riskin, Adi Wijaya, Sri Hermuningsih, and Saizal Bin Pinjaman. 2025. "Determinants of Funding Sources, Profitability, Size, and Firm Value: Empirical Evidence on Companies in Indonesia." *Journal of Accounting and Investment* 26(3):1010–36. doi: 10.18196/jai.v26i3.25681.
- De Jong, Abe, Marno Verbeek, and Patrick Verwijmeren. 2010. "The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of the Pecking Order Theory." *Financial Management* 39(2):733–56. doi: 10.1111/j.1755-053X.2010.01090.x.
- Karim, Abdul, Endang Tri Widyarti, and Aprih Santoso. 2023. "Effect of Current Ratio, Total Asset Turnover, and Size on Profitability: Evidence from Indonesia Manufacturing Companies." *Diponegoro International Journal of Business* 6(1):57–63. doi: 10.14710/dijb.6.1.2023.57-63.
- Khanna, Tarun, and Jan W. Rivkin. 2001. "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets." *Strategic Management Journal* 22(1):45–74. doi: [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)22:1<45::AID-SMJ147>3.0.CO;2-F](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:1<45::AID-SMJ147>3.0.CO;2-F).
- Lin, Chinho, Hoang Cong Nguyen, and Ha Hoang Tran. 2019. "Comparative Review of Business Group Affiliates and Firms' Performance." *Baltic Journal of Management* 14(4):616–40. doi: 10.1108/BJM-03-2018-0105.
- Luciano, Elisa, and Clas Wihlborg. 2023. "Why Are BHCs Organized as Parent-Subsidiaries? How Do They Grow in Value?" *Journal of Financial Stability* 67:101155. doi: 10.1016/j.jfs.2023.101155.
- Markman, Gideon D., and William B. Gartner. 2002. "Is Extraordinary Growth Profitable? A Study of Inc. 500 High-Growth Companies." *Entrepreneurship Theory and Practice* 27(1):65–75. doi: 10.1111/1540-8520.t01-2-00004.
- Munawar, Andri Helmi, Ageng Asmara Sani, Dede Arif Rahmani, Cindera Syaiful, and Mira Rahmawati. 2026. "Operational Efficiency and Financial Structure as Determinants of Return on Assets : Panel ARDL Estimation in the Banking Industry." *Jurnal Manajemen Bisnis* 13(1):801–16.
- MYERS, STEWART C. 1984. "The Capital Structure Puzzle." *The Journal of Finance* 39(3):574–92. doi: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13(2):187–221. doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- Prasetio, A. E., A. Azizah, U. Salma, and Y. Daulay. 2021. "The Effect of Total Assets Turnover on Profitability." *International Journal of Economics and Business* 5(2):100–110.
- Ramli, Nur Ainna, Hengky Latan, and Grace T. Solovida. 2019. "Determinants of Capital Structure and Firm Financial Performance—A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia and Indonesia." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 71:148–60. doi: 10.1016/j.qref.2018.07.001.
- Sany, Sany, and Natanael Yonatan. 2023. "Liquidity and Profitability of Retail Companies: Evidence from Indonesia." *International Journal of Organizational Behavior and Policy* 2(2):77–86. doi: 10.9744/ijobp.2.2.77-86.
- Sari, Evi Puspita, and Nisfu Fhitri. 2026. "DuPont Decomposition of Return on Assets in Indonesian Retail Firms, 2022–2024." *Priviet Social Sciences Journal* 6(5):443–62. doi:

10.55942/pssj.v6i5.1926.

- Sari, Putu Ratih Puspita, and Anak Agung Ngurah Bagus Dwirandra. 2019. "Pengaruh Current Ratio Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Profitabilitas Dengan Intellectual Capital Sebagai Pemoderasi." *E-Jurnal Akuntansi* 851. doi: 10.24843/EJA.2019.v26.i02.p01.
- Sari, Ratih Komala, Sunaryo -, and Euis Bandawaty. 2025. "PENGARUH STRUKTUR MODAL, PERTUMBUHAN PENJUALAN DAN LIKUIDITAS TERHADAP PROFITABILITAS." *AKRUAL : Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* 7(1):182–92. doi: 10.34005/akrual.v7i1.5082.
- Sarpong-Danquah, Beatrice, Michael Adusei, and Joseph Magnus Frimpong. 2023. "The Capital Structure–Firm Performance Nexus: The Role of Judicial Efficiency." *Managerial and Decision Economics* 44(3):1585–1600. doi: 10.1002/mde.3768.
- Sutari Sri rejeki, Dwi Astutik, Sabtarini Kusumaningsih, Titik Rianawati, and Arini Novandalina. 2026. "Capital Expenditure, Sales Growth, and Corporate Profitability: Panel Data Evidence from Indonesian Manufacturing Companies for the Period 2021–2024." *Jurnal of Management and Social Sciences* 4(3):152–62. doi: 10.59031/jmsc.v4i3.880.
- Totok Susilo. 2025. "Analysis of the Factors Affecting Profitability in Trade, Service, and Investment Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in 2023–2024." *Journal of Applied Accounting and Taxation Research (JAATR)* 1(2):86–100. doi: 10.21831/jaatr.v1i2.2283.
- Udayat, U., Martha Ayerza Esra, and B. Brastoro. 2026. "The Effect of Current Ratio on Return on Assets in Consumer Goods Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange." *Golden Ratio of Data in Summary* 6(1):240–51. doi: 10.52970/grdis.v6i1.1830.
- Wianta Efendi, Azzalia Feronicha, and Seto Sulaksono Adi Wibowo. 2017. "PENGARUH DEBT TO EQUITY RATIO (DER) DAN DEBT TO ASSET RATIO (DAR) TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DI SEKTOR KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA." *JOURNAL OF APPLIED MANAGERIAL ACCOUNTING* 1(2):157–63. doi: 10.30871/jama.v1i2.503.
- Wibowo, Wadudi. 2025. "The Effect Of Working Capital Efficiency And Liquidity On Profitability." *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan* 13(1):39–56. doi: 10.37641/jimkes.v13i1.2976.
- Wijaya, Hanna, and Rita Juliana. 2023. "ANALYZING THE RELATIONSHIP BETWEEN PROFITABILITY AND CAPITAL STRUCTURE OF COMPANIES IN THE INTRODUCTION AND MATURE PHASES." *Klabat Accounting Review* 4(2):132. doi: 10.60090/kar.v4i2.1013.132-143.