Jurnal Manajemen Stratejik dan Simulasi Bisnis (JMASSBI) Vol 7. No. 1 2026
Permalink:http://jmassbi.fekon.unand.ac.id/index.php/mssb/article/view/286
doi: https://doi.org/10.25077/jmassbi.7.1.108-128.2026
ISSN: 2746-6868 (online)

Pengaruh Likuiditas, Struktur Modal, dan Efisiensi Aset terhadap Profitabilitas PT Mayora Indah Tbk (2019–2024)

Devina Wistiasari[1], Rizki Fadhel Dwipananda[2], Willa Fatika Sari[3], Putri Yuliandari[2],Yesi Ariani[1]

[1] Sekolah Ekonomi Bisnis Manajemen, Institut Teknologi Batam

[2] Fakultas Ekonomi dan Bisnis Maritim, Universitas Maritim Raja Ali Haji

[3] Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bangka Belitung

Abstract

This study examines the determinants of profitability, proxied by Return on Assets (ROA), at PT Mayora Indah Tbk, focusing on liquidity (Current Ratio, CR), capital structure (Debt to Equity Ratio, DER), and asset efficiency (Asset Turnover, ATO). Adopting a quantitative explanatory design, the study draws on 24 quarterly observations from the company's published financial statements covering 2019–2024. Estimation employs the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) framework, preceded by Augmented Dickey-Fuller (ADF) unit root testing and followed by a Bounds Test for cointegration and a CUSUM test of parameter stability. The Bounds Test finds no evidence of a long-run relationship, so inference is confined to short-run dynamics. The results show that ATO exerts a positive and highly significant contemporaneous effect on ROA, while its first lag exerts a significant negative effect, indicating a partial correction in the following quarter with a positive net cumulative effect. Neither CR nor DER shows a statistically significant effect, which is attributable to the narrow range of liquidity and leverage the firm maintained throughout the observation window. Profitability proves strongly persistent, with an autoregressive coefficient of 0.6929. The study contributes by demonstrating that high-frequency dynamic modelling uncovers a lag structure in asset efficiency that conventional annual static regressions cannot detect.

Keywords: *Asset Turnover, Autoregressive Distributed Lag, Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Profitability, Return on Assets*

Abstrak

Studi ini bertujuan menginvestigasi determinan *Return on Assets* (ROA) pada PT Mayora Indah Tbk, dengan fokus pada peran likuiditas (*Current Ratio*/CR), struktur modal (*Debt to Equity Ratio*/DER), dan efisiensi aset (*Asset Turnover*/ATO). Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatori berbasis 24 observasi data *time series* triwulanan dari laporan keuangan perusahaan periode 2019–2024. Metode estimasi yang diterapkan adalah *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL), yang diawali uji stasioneritas *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dilanjutkan uji kointegrasi *Bounds Test* dan uji stabilitas parameter CUSUM. Hasil *Bounds Test* tidak menemukan bukti hubungan jangka panjang, sehingga analisis difokuskan pada dinamika jangka pendek. Hasil estimasi menunjukkan bahwa ATO berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap ROA pada periode berjalan, sementara lag pertamanya berpengaruh negatif signifikan, yang mengindikasikan adanya koreksi parsial pada triwulan berikutnya dengan pengaruh bersih kumulatif tetap positif. Variabel CR dan DER tidak menunjukkan pengaruh signifikan, yang dapat dijelaskan oleh sempitnya rentang likuiditas dan struktur modal yang dipertahankan perusahaan sepanjang periode pengamatan. Profitabilitas terbukti sangat persisten dengan koefisien autoregresif sebesar 0,6929. Kontribusi penelitian ini terletak pada pembuktian bahwa pemodelan dinamis berfrekuensi tinggi mampu mengungkap struktur lag pada efisiensi aset yang tidak terdeteksi oleh regresi statis berbasis data tahunan.

Kata kunci: Asset Turnover, Autoregressive Distributed Lag; Current Ratio; Debt to Equity Ratio; Profitabilitas; Return on Assets

Corresponding author: Rizki Fadhel Dwipananda (fadhel@umrah.ac.id)

Pendahuluan

Profitabilitas merupakan salah satu indikator utama dalam menilai kinerja keuangan perusahaan karena berfungsi sebagai barometer fundamental untuk mengevaluasi efisiensi manajerial dalam

Copyright © 2026 by Authors, Published by Master of Management, Faculty of Economics and Business, Universitas Andalas. This is an open access article under the CC BY-NC-SA License (https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/).

mengonversi sumber daya menjadi laba yang berkelanjutan (Le et al., 2020). Bagi perusahaan manufaktur yang beroperasi dalam lingkungan bisnis yang kompetitif dan padat modal, tingkat profitabilitas menjadi faktor strategis yang menentukan keberlangsungan usaha serta tingkat kepercayaan investor dan kreditor (Aidoo, 2022). Untuk mengukur aspek ini, *Return on Assets* (ROA) diadopsi sebagai proksi utama karena rasio tersebut mampu menggambarkan efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan seluruh aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba (Nguyen et al., 2020).

Profitabilitas menjadi semakin relevan pada industri makanan dan minuman, yang merupakan salah satu penopang utama sektor manufaktur nasional. Sepanjang periode 2019–2024, entitas pada industri ini beroperasi dalam rentang kondisi yang sangat heterogen, mulai dari kondisi normal sebelum pandemi, guncangan permintaan dan gangguan rantai pasok pada masa pandemi, hingga fase pemulihan yang disertai tekanan biaya bahan baku dan penyesuaian biaya pendanaan. Rentang kondisi yang lebar dalam kurun waktu yang relatif singkat tersebut menyiratkan bahwa keterkaitan antara keputusan keuangan dan kinerja laba tidak dapat diasumsikan bersifat statis dan seketika.

Dinamika profitabilitas perusahaan pada dasarnya tidak dapat dipisahkan dari pengelolaan tiga aspek krusial, yaitu likuiditas, struktur pendanaan, dan efisiensi aset. Likuiditas yang umumnya diukur dengan *Current Ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Meskipun likuiditas yang memadai sangat vital untuk menjaga kelancaran operasional, tingkat likuiditas yang berlebihan justru dapat menjadi sinyal inefisiensi karena mengindikasikan banyaknya dana menganggur yang tidak diputar untuk menghasilkan laba (Hong & Pham, 2024)..Oleh karena itu, hubungan antara likuiditas dan profitabilitas masih menjadi perdebatan dalam literatur keuangan.

Selain likuiditas, struktur modal yang diproksikan melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) juga memiliki peranan penting dalam memengaruhi profitabilitas perusahaan. Penggunaan utang dapat meningkatkan profitabilitas melalui efek *leverage* dan perlindungan pajak, namun pada tingkat tertentu beban bunga yang tinggi justru menggerus laba dan meningkatkan risiko kesulitan keuangan (Tesema, 2024). Konsekuensinya, korelasi antara DER dan ROA sering kali tidak bersifat linear, melainkan bergantung pada ambang batas utang serta kondisi makroekonomi yang dihadapi perusahaan.

Di sisi lain, efisiensi aset yang diukur dengan *Asset Turnover* (ATO) merefleksikan ketangkasan perusahaan dalam mengonversi basis asetnya menjadi arus pendapatan. Secara teoretis, akselerasi perputaran aset berbanding lurus dengan kemampuan menghasilkan laba (Kurbonov et al., 2025). Akan tetapi, lonjakan volume penjualan yang tidak diimbangi dengan struktur biaya yang efisien sering kali gagal terkonversi menjadi *net income*, sehingga hubungan ATO terhadap profitabilitas tidak selalu positif.

Kompleksitas interaksi antarvariabel tersebut tercermin pada inkonsistensi temuan penelitian terdahulu. Pada dimensi likuiditas, Zavalii et al., (2025) menemukan kontribusi positif *Current Ratio* terhadap ROA, sementara Hugo et al., (2023) justru mendokumentasikan adanya *trade-off* antara likuiditas dan profitabilitas, dan Farianda (2025) menemukan pengaruh yang tidak signifikan. Pada dimensi struktur modal, Aidoo (2022); Koilo (2023); Tesema (2024) menyatakan bahwa tekanan utang terhadap kinerja laba dengan besaran dan tingkat signifikansi yang beragam antarkonteks industri. Pada dimensi efisiensi aset, Batrancea (2021); Kurbonov et al. (2025) menemukan peran positif efisiensi operasional terhadap kinerja, meskipun pengujian dilakukan pada sektor dan kerangka estimasi yang berbeda. Keragaman hasil ini menunjukkan bahwa pertanyaan mengenai determinan profitabilitas belum terjawab secara konklusif.

Selain inkonsistensi empiris tersebut, terdapat kesenjangan metodologis yang lebih mendasar. Mayoritas literatur terdahulu bertumpu pada data tahunan dengan pendekatan regresi statis, baik *cross-section* maupun panel statis. Spesifikasi semacam ini secara implisit memberlakukan asumsi bahwa seluruh pengaruh variabel penjelas tertransmisi secara seketika pada periode yang sama, sehingga tidak mampu memisahkan pengaruh kontemporer dari pengaruh tertunda. Padahal, keputusan pendanaan dan keputusan operasional secara inheren membutuhkan waktu untuk terefleksi pada laba: beban bunga baru terakumulasi pada periode berikutnya, sementara biaya ekspansi penjualan dapat mendahului realisasi marginnya. Akibatnya, penggunaan data tahunan berpotensi menyamarkan (*aggregation bias*) struktur penyesuaian jangka pendek yang justru menjadi inti persoalan manajerial.

Penelitian ini bertujuan untuk mengisi kedua kesenjangan tersebut dengan memodelkan hubungan CR, DER, dan ATO terhadap ROA pada PT Mayora Indah Tbk secara dinamis menggunakan data triwulanan periode 2019–2024. PT Mayora Indah Tbk dipilih karena merupakan salah satu perusahaan manufaktur makanan dan minuman terbesar di Indonesia dengan struktur keuangan dan aktivitas operasional yang kompleks, sehingga proses penyesuaian antarperiode dapat teramati secara memadai. Pendekatan *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) digunakan karena mampu mengakomodasi perbedaan orde integrasi antarvariabel, memisahkan pengaruh kontemporer dari pengaruh lag secara eksplisit, dan tetap dapat diestimasi pada jumlah observasi yang relatif terbatas (Pesaran et al., 2001; C. Sam et al., 2018).

Dengan demikian, kebaruan penelitian ini tidak terletak pada variabel yang diuji, melainkan pada kerangka pemodelannya. Penelitian ini memperlakukan struktur lag sebagai objek analisis, bukan sebagai gangguan yang perlu dihilangkan, sehingga memungkinkan identifikasi jeda waktu transmisi kebijakan keuangan terhadap profitabilitas, suatu aspek yang belum banyak dieksplorasi dalam literatur keuangan perusahaan di Indonesia yang umumnya masih bertumpu pada regresi statis berbasis data tahunan. Penulis tidak mengklaim bahwa penelitian ini merupakan studi pertama yang

menerapkan ARDL pada rasio keuangan perusahaan, melainkan menekankan bahwa penerapannya pada konteks perusahaan manufaktur tunggal dengan data berfrekuensi tinggi memberikan sudut pandang yang berbeda dari literatur yang ada.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk: (1) menganalisis pengaruh *Current Ratio* terhadap *Return on Assets* PT Mayora Indah Tbk dalam kerangka dinamis jangka pendek; (2) menganalisis pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap *Return on Assets*, baik secara kontemporer maupun tertunda; dan (3) menganalisis pengaruh *Asset Turnover* terhadap *Return on Assets*, baik secara kontemporer maupun tertunda.

Secara teoretis, penelitian ini diharapkan memperkaya kajian determinan profitabilitas dengan menunjukkan bahwa prediksi *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory* mengenai biaya utang memerlukan dimensi waktu untuk dapat teramati secara empiris. Secara praktis, hasil penelitian memberikan dasar bagi manajemen perusahaan untuk menyusun horizon evaluasi kebijakan pendanaan dan kebijakan penjualan yang lebih realistis, serta memberikan rujukan bagi investor dan kreditor dalam menginterpretasikan perubahan rasio keuangan triwulanan.

Literatur Review dan Pengembangan Hipotesis

Signalling, Trade-off, dan Pecking Order

Analisis pengaruh rasio keuangan terhadap profitabilitas dalam penelitian ini berpijak pada tiga bangunan teori yang saling melengkapi, yaitu *Signalling Theory*, *Trade-off Theory*, dan *Pecking Order Theory*. Ketiganya tidak diperlakukan sebagai justifikasi yang berdiri sendiri, melainkan sebagai satu kerangka yang secara bersama-sama menjelaskan mengapa keterkaitan antara rasio keuangan dan profitabilitas diperkirakan bersifat dinamis.

Signalling Theory (Ross, 1976) menempatkan laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan sebagai sinyal yang dikirimkan manajemen kepada pihak eksternal untuk mereduksi asimetri informasi. Dalam kerangka ini, profitabilitas yang tinggi dan didukung oleh likuiditas yang sehat serta efisiensi aset yang optimal memberikan sinyal positif mengenai prospek keberlanjutan perusahaan (Aziz & Riskin Hidayat, 2023). Implikasi penting dari teori ini untuk pemodelan adalah bahwa sinyal keuangan dibaca dan direspons pasar maupun mitra usaha secara bertahap, bukan seketika, sehingga konsekuensi ekonominya terhadap kinerja berpotensi terobservasi pada periode berikutnya.

Trade-off Theory (Myers & Majluf, 1984) mempostulatkan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pendanaan utang berupa perlindungan pajak dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress costs*). Konsekuensi teoretisnya adalah adanya titik optimum: penambahan utang meningkatkan nilai selama manfaat pajak melampaui ekspektasi biaya kesulitan keuangan, dan menurunkan kinerja ketika hubungan tersebut berbalik. Aspek yang penting bagi penelitian ini adalah

bahwa kedua komponen tersebut bekerja pada horizon waktu yang berbeda. Manfaat pendanaan cenderung terealisasi lebih awal melalui ketersediaan dana untuk operasi dan ekspansi, sementara biayanya berupa beban bunga dan pengetatan arus kas terakumulasi dan baru menekan laba pada periode-periode setelahnya.

Pecking Order Theory (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) melengkapi penjelasan tersebut dengan menyatakan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi pendanaan, yaitu mengutamakan dana internal, kemudian utang, dan terakhir penerbitan ekuitas. Dalam kerangka ini, kenaikan rasio utang tidak semata-mata merupakan pilihan struktur modal yang optimal, melainkan juga indikasi bahwa dana internal tidak lagi mencukupi untuk membiayai kebutuhan operasional dan investasi. Dengan demikian, kenaikan DER dapat berfungsi sebagai penanda tekanan profitabilitas internal, yang menjelaskan mengapa hubungan negatif antara utang dan ROA dapat teramati dengan jeda waktu.

Sintesis ketiga teori tersebut menghasilkan proposisi kerangka yang mendasari penelitian ini: keputusan likuiditas, pendanaan, dan pemanfaatan aset memengaruhi profitabilitas melalui mekanisme penyesuaian yang membutuhkan waktu. Proposisi inilah yang menjadi justifikasi teoretis atas pemilihan spesifikasi ARDL, yang secara eksplisit memisahkan efek kontemporer dari efek tertunda, dan bukan sekadar pertimbangan teknis mengenai orde integrasi variabel.

Likuiditas dan Profitabilitas

Likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* (CR) merefleksikan margin keamanan yang dimiliki perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Secara teoretis, likuiditas yang memadai memungkinkan perusahaan merespons peluang investasi dan menghindari disrupsi operasional, yang pada gilirannya mendukung pencapaian laba. Studi Zavalii et al. (2025) menemukan bahwa CR berkontribusi positif terhadap ROA, mengindikasikan bahwa manajemen modal kerja yang baik berbanding lurus dengan profitabilitas. Batrancea (2021) juga mendokumentasikan bahwa rasio likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Namun demikian, literatur juga menyediakan argumen tandingan yang sama kuatnya. Likuiditas yang berlebihan mengindikasikan alokasi aset lancar yang tidak produktif, sehingga menurunkan efisiensi pemanfaatan aset secara keseluruhan (Hong & Pham, 2024). Hugo et al., (2023) secara eksplisit memodelkan kondisi ini sebagai *trade-off* antara likuiditas dan profitabilitas, sementara Farianda (2025) tidak menemukan pengaruh yang signifikan. Karena dua prediksi teoretis yang berlawanan tersebut memiliki dasar argumentasi yang setara dan belum terselesaikan secara empiris, hipotesis pertama sengaja dirumuskan secara nondirectional. Perumusan ini merupakan pilihan metodologis yang disadari, bukan kelalaian dalam menetapkan arah hubungan.

H_1: Current Ratio (CR) berpengaruh signifikan terhadap Return on Assets (ROA).

Struktur Modal dan Profitabilitas

Hubungan antara *Debt to Equity Ratio* (DER) dan profitabilitas dijelaskan melalui beban bunga tetap yang timbul dari penggunaan utang. Meskipun utang dapat meningkatkan *Return on Equity* melalui efek *leverage*, dampaknya terhadap ROA cenderung negatif apabila biaya bunga melebihi tingkat pengembalian yang dihasilkan aset yang didanai utang tersebut. Dalam bahasa *Trade-off Theory*, kondisi ini menandakan bahwa perusahaan berada pada sisi kanan titik optimum, yaitu ketika tambahan biaya kesulitan keuangan telah melampaui manfaat perlindungan pajak (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers & Majluf, 1984). Koilo (2023) mengonfirmasi bahwa peningkatan DER cenderung menekan ROA karena porsi laba operasional tergerus beban keuangan, sementara Aidoo (2022) dan Tesema (2024) Tesema (2024) mendokumentasikan pola serupa pada perusahaan manufaktur.

Pecking Order Theory memperkuat ekspektasi arah negatif tersebut dari sisi yang berbeda. Apabila perusahaan mengutamakan dana internal, maka kenaikan porsi utang mencerminkan defisit pendanaan internal yang lazimnya berasosiasi dengan tekanan profitabilitas (Myers & Majluf, 1984). Kedua teori tersebut mengarah pada prediksi arah yang sama, namun dengan mekanisme yang berbeda, dan keduanya menyiratkan bahwa dampak tersebut terakumulasi seiring waktu.

H_2: Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh negatif terhadap Return on Assets (ROA).

Efisiensi Aset dan Profitabilitas

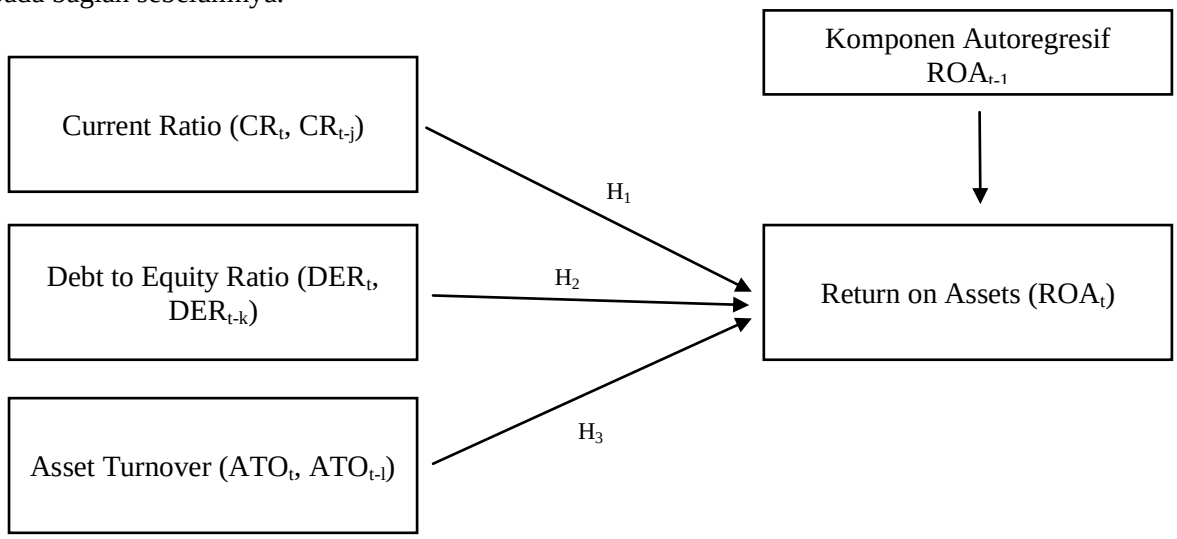
Asset Turnover (ATO) merupakan indikator efisiensi manajerial dalam mendayagunakan basis aset perusahaan untuk menghasilkan pendapatan penjualan. Secara dekomposisi DuPont, ROA merupakan hasil perkalian antara marjin laba bersih dan perputaran aset, sehingga peningkatan ATO secara aritmetik akan meningkatkan ROA sepanjang marjin laba dipertahankan. Batrancea (2021) dan Kurbonov et al. (2025) menyajikan bukti empiris bahwa efisiensi operasional melalui perputaran aset yang tinggi merupakan determinan penting peningkatan kinerja keuangan.

Perlu dicatat bahwa prasyarat marjin yang terjaga tersebut tidak selalu terpenuhi. Peningkatan perputaran aset yang dicapai melalui perluasan volume penjualan dapat disertai kenaikan biaya produksi, biaya distribusi, atau pemberian potongan harga yang menekan marjin. Meskipun demikian, mengingat prediksi teoretis dominan dan bukti empiris yang tersedia mengarah pada hubungan positif, hipotesis ketiga dirumuskan secara direksional positif.

H_3: Asset Turnover (ATO) berpengaruh positif terhadap Return on Assets (ROA).

Kerangka Konseptual

Berdasarkan uraian teoretis dan pengembangan hipotesis di atas, kerangka konseptual penelitian ini disajikan pada Gambar 1. Kerangka tersebut memuat tiga variabel independen yang diuji, satu variabel dependen, serta komponen autoregresif ROA yang merepresentasikan persistensi profitabilitas antarperiode. Kerangka ini berbeda dari model konvensional karena dimasukkannya notasi lag pada setiap jalur pengaruh, yang menegaskan bahwa pengujian dilakukan tidak hanya pada hubungan kontemporer, tetapi juga pada hubungan tertunda sebagaimana diprediksi oleh sintesis teori pada bagian sebelumnya.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Metode Riset

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain eksplanatori, yang bertujuan menjelaskan hubungan sebab-akibat antarvariabel keuangan berdasarkan data historis yang terukur. Unit analisis penelitian adalah entitas perusahaan tunggal, yaitu PT Mayora Indah Tbk, dengan unit observasi berupa periode pelaporan triwulanan. Karena data disusun sebagai satu rangkaian pengamatan berurutan pada satu entitas, desain penelitian ini merupakan studi *time series* dan bukan studi *cross-sectional* maupun panel. Konsekuensi metodologis dari pilihan ini adalah bahwa temuan penelitian berlaku untuk menjelaskan dinamika internal perusahaan yang diteliti, dan tidak dimaksudkan untuk digeneralisasi secara langsung ke populasi perusahaan manufaktur.

Populasi, Sampel, dan Periode Penelitian

Populasi penelitian adalah seluruh periode pelaporan keuangan triwulanan PT Mayora Indah Tbk selama rentang 2019–2024. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *total sampling* (sensus), yaitu seluruh anggota populasi dijadikan sampel tanpa penyaringan. Dengan demikian, jumlah observasi yang digunakan adalah 24 titik waktu, yang merupakan hasil perkalian enam tahun

pengamatan dengan empat triwulan per tahun. Tidak terdapat observasi yang hilang selama periode penelitian.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan keuangan triwulanan PT Mayora Indah Tbk periode 2019–2024. Data diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan secara resmi melalui situs Bursa Efek Indonesia dan situs resmi perusahaan. Penggunaan data triwulanan bertujuan menangkap dinamika kinerja keuangan secara lebih rinci dibandingkan data tahunan, sekaligus menyediakan jumlah titik waktu yang memadai untuk mengestimasi struktur lag.

Definisi Operasional Variabel

Operasionalisasi keempat variabel penelitian beserta formula pengukurannya disajikan pada Tabel 1. Seluruh variabel diukur menggunakan skala rasio dan dihitung langsung dari pos-pos laporan keuangan yang dipublikasikan, sehingga tidak diperlukan instrumen pengumpulan data primer maupun pengujian validitas dan reliabilitas instrumen.

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Notasi	Definisi Operasional dan Formula	Skala	Sumber Data
Profitabilitas (dependen)	ROA	Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari seluruh aset yang dimiliki (laba bersih dibagi total asset)	Rasio	Laporan keuangan triwulanan
Likuiditas (independen)	CR	Kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek (aset lancar dibagi liabilitas lancer)	Rasio	Laporan keuangan triwulanan
Struktur Modal (independen)	DER	Proporsi pendanaan utang terhadap modal sendiri (total liabilitas dibagi total ekuitas)	Rasio	Laporan keuangan triwulanan
Efisiensi Aset (independen)	ATO	Efektivitas penggunaan aset dalam menghasilkan penjualan (penjualan dibagi total asset)	Rasio	Laporan keuangan triwulanan

Sumber: Diolah oleh Penulis (2026)

Model dan Teknik Analisis Data

Metode analisis yang digunakan adalah *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Pemilihan metode ini didasarkan pada tiga pertimbangan. Pertama, ARDL mampu mengakomodasi variabel dengan tingkat stasioneritas yang berbeda, yaitu kombinasi variabel yang stasioner pada tingkat level [I(0)] dan pada *first difference* [I(1)], sepanjang tidak terdapat variabel yang terintegrasi pada orde dua [I(2)] (Pesaran et al., 2001; Sam et al., 2018). Kedua, ARDL relatif andal pada jumlah observasi yang terbatas dibandingkan prosedur kointegrasi berbasis sistem. Ketiga, dan yang paling substantif bagi penelitian ini, struktur ARDL secara eksplisit memisahkan koefisien kontemporer dari koefisien lag, sehingga proposisi teoretis mengenai jeda transmisi kebijakan keuangan dapat diuji secara langsung.

Model ARDL dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i ROA_{t-i} + \sum_{j=0}^{q} \beta_j CR_{t-j} + \sum_{k=0}^{r} \gamma_k DER_{t-k} + \sum_{l=1}^{s} \delta_l ATO_{t-l} + \varepsilon_t \qquad (1)$$

Keterangan:

ROA_t : profitabilitas pada periode t;

ROA_{t-i} : profitabilitas pada periode t−i;

CR_{t-j} : *current ratio* pada periode t−j;

DER_{t-k} : *debt to equity ratio* pada periode t−k;

ATO_{t-l} : *asset turnover* pada periode t−l;

p, q, r, dan s : panjang lag optimal masing-masing variabel;

ε_t : *error term*.

Batas bawah penjumlahan untuk CR, DER, dan ATO ditetapkan pada nol agar model mencakup pengaruh kontemporer, konsisten dengan koefisien yang dilaporkan pada bagian hasil.

Prosedur analisis data dilaksanakan melalui enam tahap yang berurutan. Tahap pertama, pengujian stasioneritas seluruh variabel menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) untuk menentukan orde integrasi masing-masing variabel dan memastikan tidak terdapat variabel yang terintegrasi pada orde dua. Tahap kedua, penentuan panjang lag optimal berdasarkan *Akaike Information Criterion* (AIC), dengan mempertimbangkan keterbatasan jumlah observasi agar tidak terjadi overparameterisasi model. Tahap ketiga, estimasi model ARDL sebagaimana persamaan (1). Tahap keempat, pengujian *Bounds Test* untuk mengetahui keberadaan hubungan jangka panjang (kointegrasi) antarvariabel dengan membandingkan nilai F-statistik terhadap nilai kritis batas bawah I(0) dan batas atas I(1) (Pesaran et al., 2001). Apabila tidak ditemukan kointegrasi, analisis difokuskan pada hubungan jangka pendek dalam kerangka ARDL. Tahap kelima, pengujian stabilitas parameter menggunakan Cumulative Sum of Recursive Residuals (CUSUM) untuk mendeteksi kemungkinan pergeseran struktural selama periode pengamatan. Tahap keenam, pengujian diagnostik model yang meliputi uji multikolinearitas, autokorelasi, normalitas residual, dan heteroskedastisitas. Seluruh tahapan estimasi dilakukan dengan bantuan perangkat lunak Stata.

Hasil dan Analisis

Statistik Deskriptif

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Jumlah Observasi	Mean	Standar Deviasi	Minimum	Maksimum
ROA	24	0,063	0,030	0,014	0,136
CR	24	3,059	0,643	2,251	4,305
DER	24	0,462	0,109	0,281	0,671
ATO	24	0,808	0,374	0,276	1,401

Sumber: Diolah oleh Penulis (2026)

Tabel 2 menunjukkan bahwa *Return on Assets* PT Mayora Indah Tbk selama periode penelitian memiliki nilai rata-rata sebesar 0,063, dengan nilai minimum 0,014 dan maksimum 0,136. Nilai standar deviasi sebesar 0,030 mengindikasikan fluktuasi profitabilitas yang relatif moderat antarperiode pengamatan. Rentang antara nilai minimum dan maksimum yang mencapai sekitar sembilan puluh kali lipat menunjukkan bahwa terdapat periode-periode tertentu dengan kinerja laba yang sangat rendah, yang perlu diperhatikan dalam menginterpretasikan hasil estimasi.

Current Ratio menunjukkan nilai rata-rata sebesar 3,059 dengan nilai minimum 2,251 dan maksimum 4,305. Standar deviasi sebesar 0,643 menunjukkan adanya variasi tingkat likuiditas selama periode penelitian. Nilai CR yang secara konsisten berada jauh di atas angka satu mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek pada kondisi yang sangat aman, sekaligus mengisyaratkan kemungkinan adanya dana lancar yang belum dimanfaatkan secara optimal untuk kegiatan produktif.

Debt to Equity Ratio memiliki nilai rata-rata sebesar 0,462 dengan nilai minimum 0,281, maksimum 0,671, dan standar deviasi 0,109. Nilai ini menunjukkan bahwa struktur pendanaan perusahaan didominasi modal sendiri dibandingkan utang. Rendahnya variasi DER mencerminkan kebijakan pendanaan yang relatif stabil dan konservatif, sehingga risiko keuangan perusahaan berada pada tingkat yang terkendali selama periode penelitian.

Asset Turnover memiliki nilai rata-rata sebesar 0,808 dengan nilai minimum 0,276, maksimum 1,401, dan standar deviasi 0,374. Koefisien variasi ATO merupakan yang tertinggi di antara seluruh variabel penelitian, yang menunjukkan bahwa efisiensi pemanfaatan aset mengalami fluktuasi paling tajam antarperiode. Variasi ini konsisten dengan karakteristik data triwulanan pada industri makanan dan minuman yang mengandung pola musiman penjualan, dan sekaligus menjadi alasan mengapa pemodelan dinamis lebih tepat diterapkan dibandingkan regresi statis.

Uji Stasioneritas

Hasil uji stasioneritas menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* disajikan pada Tabel 3. Perlu ditegaskan bahwa tabel ini disusun ulang dari uraian naratif hasil pengujian pada naskah, karena tabel pada versi sebelumnya keliru memuat angka statistik deskriptif.

Tabel 3
Hasil Uji Stasioneritas *Augmented Dickey-Fuller*

Variabel	Nilai ADF		Nilai Kritis MacKinnon (5%)		Orde Integrasi	Keterangan
	Level	1st Difference	Level	1st Difference		
ROA	−4,044	-	−3,000		I(0)	Stasioner pada level I(0)
CR	−2,254	-5.704		−3,000	I(1)	Stasioner pada 1st difference
DER	−2,257	-4.330		−3,000	I(1)	Stasioner pada 1st difference
ATO	−5,316	-	−3,000		I(0)	Stasioner pada level I(0)

Sumber: Diolah oleh Penulis (2026)

Berdasarkan hasil pengujian, variabel ROA memiliki nilai statistik ADF sebesar −4,044, yang lebih kecil dari nilai kritis MacKinnon pada tingkat signifikansi 5 persen sebesar −3,000, sehingga ROA dinyatakan stasioner pada tingkat level. Demikian pula, variabel ATO menunjukkan nilai ADF sebesar −5,316 sehingga juga stasioner pada tingkat level. Sebaliknya, variabel CR dan DER tidak stasioner pada tingkat level, namun menjadi stasioner setelah transformasi *first difference*, dengan nilai statistik ADF masing-masing sebesar −5,704 dan −4,330.

Dengan demikian, variabel penelitian memiliki kombinasi orde integrasi I(0) dan I(1), dan tidak terdapat variabel yang terintegrasi pada orde dua. Kondisi ini memenuhi prasyarat penggunaan metode ARDL (Pesaran et al., 2001; Sam et al., 2018). Perlu dicatat bahwa variabel dependen ROA bersifat I(0) dalam kerangka *Bounds Test* konvensional, kondisi ini menuntut kehati-hatian tambahan dalam menginterpretasikan hasil kointegrasi, dan justru menjadi salah satu argumen yang mendasari pengembangan prosedur *augmented ARDL* (Sam et al., 2018)

Uji Kointegrasi (Bounds Test)

Pengujian *Bounds Test* dilakukan untuk mengevaluasi keberadaan hubungan jangka panjang antara ROA, CR, DER, dan ATO. Hasil pengujian menunjukkan tidak terdapat kointegrasi antarvariabel, sehingga estimasi model *error correction* jangka panjang tidak dilanjutkan dan seluruh interpretasi difokuskan pada dinamika jangka pendek.

Tabel 4
Hasil Uji Kointegrasi *Bounds Test*

Statistik Uji	Nilai	Nilai Kritis 10% I(0) / I(1)	Nilai Kritis 5% I(0) / I(1)	Nilai Kritis 1% I(0) / I(1)	p-value I(0) / I(1)
F-statistik	1,360	3,184 / 4,513	4,036 / 5,614	6,289 / 8,501	0,484 / 0,734
t-statistik	−1,261	−2,576 / −3,483	−2,982 / −3,962	−3,860 / −4,995	0,536 / 0,765

Sumber: Diolah oleh Penulis (2026)

Nilai F-statistik sebesar 1,360 dan t-statistik sebesar −1,261 keduanya berada lebih dekat ke nol dibandingkan nilai kritis batas bawah I(0) pada seluruh tingkat signifikansi yang diuji. Bahkan pada tingkat 10 persen, batas bawah untuk F-statistik sebesar 3,184 dan untuk t-statistik sebesar −2,576 belum terlampaui. Nilai p-value pada batas I(0) sebesar 0,484 untuk F dan 0,536 untuk t semakin menegaskan bahwa hipotesis nol ketiadaan hubungan tingkat tidak dapat ditolak. Dengan demikian, tidak ditemukan bukti adanya kointegrasi antarvariabel. Konsekuensinya, estimasi model error correction jangka panjang tidak dilanjutkan dan seluruh interpretasi difokuskan pada dinamika jangka pendek dalam kerangka ARDL.

Uji Stabilitas Parameter

Stabilitas parameter model diuji menggunakan *Cumulative Sum of Recursive Residuals* (CUSUM) untuk memastikan tidak terjadi pergeseran struktural selama periode pengamatan (Brown et al., 1974). Pengujian ini relevan mengingat periode penelitian mencakup rentang kondisi ekonomi yang heterogen.

Tabel 5
Hasil Uji Stabilitas Parameter (CUSUM Rekursif)

Jenis Pengujian	Statistik Uji	Nilai Kritis 1%	Nilai Kritis 5%	Nilai Kritis 10%
CUSUM Residual Rekursif	0,8839	1,1430	0,9479	0,8499
CUSUM Residual OLS	0,6048	1,6276	1,3581	1,2238

Sumber: Diolah oleh Penulis (2026)

Berdasarkan hasil tersebut, statistik uji CUSUM sebesar 0,8839 berada di bawah nilai kritis pada tingkat 1 persen (1,1430) dan 5 persen (0,9479), sehingga hipotesis nol ketiadaan pergeseran struktural tidak dapat ditolak pada kedua tingkat tersebut. Plot statistik rekursif juga berada di dalam pita kepercayaan 95 persen sepanjang periode pengamatan. Berdasarkan kriteria konvensional 5 persen, parameter model dinyatakan stabil.

Meskipun demikian, statistik uji sebesar 0,8839 melampaui nilai kritis pada tingkat 10 persen sebesar 0,8499, sehingga pada tingkat signifikansi tersebut terdapat indikasi awal ketidakstabilan. Indikasi ini konsisten dengan pola pada plot rekursif, yang menunjukkan kecenderungan naik secara konsisten sejak sekitar triwulan ketiga 2022 dan mendekati batas atas pita pada akhir periode. Temuan ini tidak

membatalkan kesimpulan stabilitas pada tingkat 5 persen, namun mengisyaratkan bahwa hubungan antarvariabel pada paruh kedua periode penelitian berpotensi berbeda dari paruh pertama. Implikasinya terhadap interpretasi dinyatakan pada bagian keterbatasan.

Sebagai pemeriksaan kedua, pengujian diulang menggunakan varian yang bertumpu pada residual kuadrat terkecil. Varian ini menghasilkan statistik uji sebesar 0,6048, yang berada jauh di bawah nilai kritis pada seluruh tingkat signifikansi, termasuk nilai kritis 10 persen sebesar 1,2238. Dengan demikian, hipotesis nol ketiadaan pergeseran struktural tidak dapat ditolak pada tingkat mana pun. Varian residual rekursif lebih peka terhadap penyimpangan yang menumpuk secara bertahap sepanjang sampel, sedangkan varian residual kuadrat terkecil lebih peka terhadap pergeseran yang terjadi pada satu titik tertentu. Indikasi pada tingkat 10 persen yang muncul pada varian rekursif, disertai pola kenaikan bertahap pada plot sejak paruh kedua periode, karenanya lebih tepat dibaca sebagai adanya penyimpangan yang terakumulasi perlahan daripada sebagai pergeseran struktural yang tegas. Secara keseluruhan, dengan kedua varian tidak menolak hipotesis nol pada tingkat signifikansi konvensional 5 persen, parameter model dapat dinyatakan stabil sepanjang periode pengamatan.

Uji Diagnostik Model

Tabel 6
Hasil Uji Diagnostik Model

Jenis Pengujian	Nilai / p-value	Kesimpulan
Uji Multikolinearitas (VIF rata-rata)	4,46	Tidak terdapat multikolinearitas serius
Uji Autokorelasi (Breusch-Godfrey)	0,1526	Tidak terdapat autokorelasi
Uji Normalitas (Skewness-Kurtosis)	0,6609	Residual terdistribusi normal
Uji Heteroskedastisitas (White's Test)	0,3995	Tidak terdapat heteroskedastisitas

Sumber: Diolah oleh Penulis (2026)

Tabel 5 menyajikan serangkaian uji diagnostik untuk memastikan keandalan model yang diestimasi. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan nilai VIF rata-rata sebesar 4,46, yang berada jauh di bawah ambang batas umum sebesar 10, sehingga estimasi koefisien tidak terdistorsi oleh korelasi tinggi antarvariabel penjelas. Uji autokorelasi Breusch-Godfrey menghasilkan p-value sebesar 0,1526 yang lebih besar dari 0,05, sehingga hipotesis nol ketiadaan autokorelasi tidak dapat ditolak. Uji normalitas residual dengan pendekatan *Skewness-Kurtosis* menghasilkan p-value sebesar 0,6609, sedangkan uji heteroskedastisitas *White's Test* menghasilkan p-value sebesar 0,3995, sehingga asumsi normalitas dan homoskedastisitas residual terpenuhi.

Secara keseluruhan, hasil pengujian diagnostik menunjukkan bahwa model memenuhi asumsi-asumsi dasar yang diperlukan agar uji signifikansi statistik dapat diinterpretasikan secara valid. Perlu ditegaskan bahwa dalam model ARDL yang memuat variabel dependen berlag, penduga kuadrat terkecil tidak dapat diklaim bersifat *Best Linear Unbiased Estimator* dalam arti Gauss-Markov, karena

regresor berlag bersifat stokastik dan tidak sepenuhnya eksogen. Sifat yang dapat diklaim adalah konsistensi penduga secara asimtotik sepanjang residual tidak berautokorelasi. Klarifikasi ini penting untuk menjaga ketepatan interpretasi statistik dan merupakan koreksi terhadap pernyataan pada versi sebelumnya.

Hasil Estimasi Model ARDL Jangka Pendek

Tabel 6
Hasil Estimasi Model ARDL Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-statistik	p-value	Keterangan
ROA (−1)	0,6929	2,84	0,012	Signifikan pada 5%
CR	0,0111	1,66	0,118	Tidak signifikan
CR (−1)	−0,0102	−1,59	0,132	Tidak signifikan
DER	−0,0047	−0,13	0,898	Tidak signifikan
ATO	0,0717	8,44	0,000	Signifikan pada 1%
ATO (−1)	−0,0373	−2,21	0,043	Signifikan pada 5%
Konstanta	−0,0079	−0,29	0,778	Tidak signifikan

Catatan: R-squared = 0,8514; Adjusted R-squared = 0,7920; Prob > F = 0,0000.

Sumber: Diolah oleh Penulis (2026)

Model yang diestimasi memiliki daya penjelas yang memadai. Nilai R-squared sebesar 0,8514 mengindikasikan bahwa sekitar 85,14 persen variasi ROA dapat dijelaskan oleh variabel dalam model, sedangkan sisanya dipengaruhi faktor di luar model. Nilai Adjusted R-squared sebesar 0,7920 menunjukkan bahwa setelah mempertimbangkan jumlah parameter relatif terhadap jumlah observasi, daya penjelas model berada pada tingkat moderat. Nilai Prob > F sebesar 0,0000 menunjukkan bahwa secara simultan variabel dalam model berpengaruh signifikan terhadap ROA pada tingkat signifikansi 1 persen, sehingga model layak dianalisis lebih lanjut.

Pada komponen autoregresif, ROA lag satu memiliki koefisien positif sebesar 0,6929 dan signifikan pada tingkat 5 persen (p = 0,012). Nilai koefisien yang berada di bawah satu menunjukkan bahwa profitabilitas bersifat persisten namun tetap konvergen, yaitu guncangan terhadap ROA akan meredam seiring waktu dan tidak berakumulasi tanpa batas.

Variabel CR menunjukkan koefisien positif sebesar 0,0111 pada periode berjalan dan negatif sebesar −0,0102 pada lag satu, namun keduanya tidak signifikan secara statistik (p = 0,118 dan p = 0,132). Dengan demikian, H_1 tidak didukung oleh data. Variabel DER memiliki koefisien sebesar −0,0047 dengan p-value 0,898, yang berarti praktis tidak memiliki pengaruh terhadap ROA, sehingga H_2 juga tidak didukung. Perlu dicatat bahwa AIC tidak memilih lag apa pun untuk DER, yang mengindikasikan bahwa penambahan struktur lag pada variabel tersebut tidak memperbaiki kualitas model.

Variabel ATO menunjukkan hasil yang paling kuat dalam model. Koefisien pada periode berjalan sebesar 0,0717 signifikan pada tingkat 1 persen dengan t-statistik sebesar 8,44, sedangkan koefisien pada lag satu sebesar −0,0373 signifikan pada tingkat 5 persen (p = 0,043). Karena arah pengaruh kontemporer sesuai dengan yang dihipotesiskan, H_3 didukung oleh data. Pengaruh bersih kumulatif dari ATO tetap positif, yaitu sebesar 0,0344 (0,0717 dikurangi 0,0373).

Secara keseluruhan, hasil estimasi menunjukkan bahwa dinamika profitabilitas PT Mayora Indah Tbk selama periode penelitian digerakkan oleh dua sumber utama, yaitu efisiensi pemanfaatan aset dan persistensi kinerja periode sebelumnya. Efisiensi aset merupakan satu-satunya variabel independen yang berpengaruh signifikan, dan pengaruhnya bersifat dua tahap: positif serta kuat pada periode berjalan, kemudian terkoreksi sebagian pada triwulan berikutnya, dengan pengaruh bersih kumulatif yang tetap positif. Sebaliknya, likuiditas dan struktur modal tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, baik secara kontemporer maupun tertunda. Kombinasi antara ketiadaan kointegrasi, signifikansi komponen autoregresif, dan keberadaan struktur lag pada efisiensi aset menegaskan bahwa keterkaitan antarvariabel keuangan perusahaan selama periode penelitian bersifat jangka pendek dan berulang, bukan berupa proses konvergensi menuju keseimbangan jangka panjang.

Pembahasan

Pengaruh Current Ratio terhadap Return on Assets

Hasil estimasi menunjukkan bahwa CR tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, baik pada periode berjalan maupun pada lag satu. Secara substantif, hasil ini bermakna bahwa perubahan tingkat likuiditas PT Mayora Indah Tbk tidak memberikan informasi tambahan yang berarti dalam menjelaskan variasi profitabilitas, setelah memperhitungkan pengaruh struktur modal, efisiensi aset, dan persistensi laba.

Penjelasan yang paling konsisten dengan data adalah bahwa likuiditas perusahaan berada pada wilayah kelebihan, sehingga variasinya tidak lagi mengikat kinerja. Statistik deskriptif menunjukkan bahwa CR tidak pernah turun di bawah 2,251 selama 24 triwulan pengamatan. Pada tingkat tersebut, perusahaan tidak pernah menghadapi kendala likuiditas yang dapat mengganggu operasi, sehingga kenaikan maupun penurunan CR tidak mengubah kapasitas perusahaan menghasilkan laba. Dengan kata lain, likuiditas berfungsi sebagai penyangga operasional yang telah jenuh, bukan sebagai faktor pembatas kinerja.

Pola tanda koefisien memberikan petunjuk tambahan yang menarik. Koefisien kontemporer bertanda positif sementara koefisien lag satu bertanda negatif, dengan besaran yang hampir setara. Kombinasi ini mengindikasikan bahwa pengaruh likuiditas terhadap laba bersifat sementara dan saling meniadakan antarperiode, yang secara ekonomi konsisten dengan gagasan bahwa penumpukan aset lancar memberikan manfaat sesaat namun menimbulkan biaya kesempatan pada periode berikutnya.

Karena kedua koefisien tidak signifikan, interpretasi ini perlu diperlakukan sebagai indikasi, bukan sebagai temuan.

Temuan ini sejalan dengan Hugo et al. (2023) yang menyatakan bahwa likuiditas berlebih menurunkan efisiensi penggunaan aset lancar dan tidak berkontribusi signifikan terhadap profitabilitas, serta konsisten dengan Farianda (2025) yang tidak menemukan pengaruh signifikan. Sebaliknya, hasil ini berbeda dengan Batrancea (2021) dan Zavalii et al. (2025). Perbedaan tersebut dapat dipahami dari perbedaan konteks kedua studi tersebut menganalisis sampel lintas perusahaan yang mencakup entitas dengan tingkat likuiditas rendah maupun tinggi, sehingga variasi CR dalam sampel mereka melintasi wilayah di mana likuiditas benar-benar mengikat. Penelitian ini, yang berfokus pada satu perusahaan dengan likuiditas yang secara konsisten tinggi, tidak memiliki variasi pada wilayah kritis tersebut.

Kontribusi temuan ini adalah menunjukkan bahwa ketidaksignifikanan likuiditas tidak seharusnya dibaca sebagai ketidakpentingan likuiditas, melainkan sebagai indikasi bahwa perusahaan telah melampaui tingkat likuiditas yang relevan secara ekonomi

Pengaruh Debt to Equity Ratio terhadap Return on Assets

DER memiliki koefisien sebesar −0,0047 dengan p-value 0,898, yang berarti pengaruhnya terhadap ROA praktis nihil. Selain itu, kriteria AIC tidak memilih satu pun lag untuk variabel ini. Kedua fakta tersebut secara bersama-sama menunjukkan bahwa struktur modal tidak memiliki peran yang dapat dideteksi dalam menjelaskan dinamika profitabilitas perusahaan selama periode penelitian. Dengan demikian, H_2 tidak didukung.

Temuan ini memerlukan penjelasan yang cermat karena bertentangan dengan prediksi Trade-off Theory maupun Pecking Order Theory yang keduanya memperkirakan hubungan negatif. Penjelasan yang paling masuk akal berpijak pada karakteristik kebijakan pendanaan perusahaan itu sendiri. Statistik deskriptif menunjukkan DER bergerak pada rentang sempit 0,281 hingga 0,671 dengan standar deviasi hanya 0,109, dan tidak pernah melampaui angka satu. Dalam kerangka Trade-off Theory, kondisi ini menempatkan perusahaan berada jauh di sebelah kiri titik optimum, yaitu pada wilayah di mana tambahan biaya kesulitan keuangan masih sangat kecil dan belum menggerus manfaat pendanaan. Pada wilayah tersebut, perubahan rasio utang memang tidak diperkirakan menghasilkan dampak yang terukur terhadap profitabilitas.

Interpretasi ini diperkuat oleh perbandingan dengan variabel lain dalam model yang sama. ATO, yang memiliki standar deviasi 0,374 atau lebih dari tiga kali standar deviasi DER, menghasilkan koefisien yang sangat signifikan. Sebaliknya, DER yang variasinya paling sempit menghasilkan koefisien yang paling tidak signifikan. Pola ini mengindikasikan bahwa ketidaksignifikanan DER berkaitan dengan terbatasnya variasi kebijakan pendanaan yang diamati, bukan dengan ketidakrelevanan struktur modal secara konseptual.

Temuan ini berbeda dengan Aidoo (2022); Koilo (2023); dan Tesema (2024) yang menemukan pengaruh negatif signifikan struktur modal terhadap profitabilitas. Perbedaan tersebut dapat dijelaskan oleh perbedaan rentang leverage yang diamati. Ketiga studi tersebut menganalisis data lintas perusahaan yang mencakup entitas dengan tingkat utang tinggi, sehingga sampel mereka mencakup wilayah di mana biaya kesulitan keuangan menjadi mengikat. Penelitian ini menganalisis satu perusahaan dengan kebijakan pendanaan konservatif yang stabil, sehingga tidak memiliki variasi pada wilayah tersebut. Dengan demikian, perbedaan hasil tidak menandakan kontradiksi teoretis, melainkan perbedaan rentang pengamatan.

Kontribusi temuan ini adalah menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas bersifat bergantung pada tingkat leverage. Pada perusahaan dengan pendanaan konservatif, rasio utang tidak berfungsi sebagai variabel penjelas kinerja, sehingga upaya manajerial untuk meningkatkan profitabilitas melalui penyesuaian struktur modal pada rentang tersebut kemungkinan tidak akan efektif

Pengaruh Asset Turnover terhadap Return on Assets

ATO merupakan variabel dengan pengaruh terkuat dalam model. Koefisien pada periode berjalan sebesar 0,0717 signifikan pada tingkat 1 persen dengan t-statistik 8,44, sedangkan koefisien pada lag satu sebesar −0,0373 signifikan pada tingkat 5 persen. Karena arah pengaruh kontemporer positif sesuai hipotesis, H_3 didukung. Pengaruh bersih kumulatifnya tetap positif sebesar 0,0344.

Secara interpretatif, koefisien kontemporer bermakna bahwa peningkatan satu satuan perputaran aset berasosiasi dengan kenaikan ROA sebesar 0,0717 pada triwulan yang sama. Hasil ini konsisten dengan dekomposisi DuPont yang menempatkan ROA sebagai hasil perkalian marjin laba bersih dan perputaran aset: sepanjang marjin dipertahankan, akselerasi perputaran aset secara langsung meningkatkan profitabilitas. Kekuatan hubungan ini, yang tercermin pada t-statistik sebesar 8,44, menunjukkan bahwa efisiensi pemanfaatan aset merupakan penggerak utama kinerja laba perusahaan.

Yang lebih menarik secara analitis adalah koefisien negatif pada lag satu. Pola pembalikan tanda ini menunjukkan bahwa sebagian dari kenaikan profitabilitas yang diperoleh melalui peningkatan perputaran aset terkoreksi pada triwulan berikutnya. Terdapat dua penjelasan yang saling melengkapi. Pertama, penjelasan berbasis struktur biaya: peningkatan volume penjualan yang dicapai melalui intensifikasi promosi, perluasan distribusi, atau pemberian potongan harga menimbulkan konsekuensi biaya yang baru terealisasi pada periode berikutnya, sehingga menekan marjin dan menggerus sebagian keuntungan yang telah diperoleh. Kedua, penjelasan berbasis pola musiman: perputaran aset pada triwulan dengan puncak permintaan cenderung tinggi dan lazimnya diikuti triwulan dengan permintaan lebih rendah namun basis biaya tetap yang telah terlanjur meningkat.

Perbandingan besaran kedua koefisien memberikan informasi manajerial yang penting. Karena koefisien kontemporer hampir dua kali lipat koefisien lag satu secara absolut, koreksi yang terjadi

bersifat parsial dan tidak meniadakan manfaat awal. Artinya, peningkatan efisiensi aset tetap menguntungkan secara bersih, namun besaran manfaat yang tampak pada triwulan berjalan melebih-lebihkan manfaat sesungguhnya sekitar dua kali lipat.

Temuan ini sejalan dengan Batrancea (2021) dan Kurbonov et al. (2025) yang menemukan peran positif efisiensi operasional terhadap kinerja keuangan. Kontribusi yang ditambahkan penelitian ini adalah dimensi temporalnya: kedua studi tersebut mengestimasi hubungan kontemporer pada data agregat, sedangkan penelitian ini menunjukkan bahwa manfaat tersebut mengalami koreksi parsial pada periode berikutnya. Struktur ini tidak dapat teramati tanpa pemodelan dinamis berfrekuensi tinggi.

Persistensi ROA

Koefisien ROA lag satu sebesar 0,6929 yang signifikan pada tingkat 5 persen merupakan temuan yang perlu dikemukakan tersendiri. Besaran ini menunjukkan bahwa sekitar 69 persen tingkat profitabilitas suatu triwulan terbawa ke triwulan berikutnya, yang mengindikasikan persistensi kinerja yang kuat.

Secara ekonomi, persistensi ini mencerminkan stabilitas model bisnis perusahaan seperti pangsa pasar, struktur biaya, dan jaringan distribusi tidak berubah secara mendadak antartriwulan, sehingga kemampuan menghasilkan laba bersifat berkelanjutan. Perlu ditekankan bahwa nilai koefisien yang berada di bawah satu memiliki makna metodologis penting, yaitu bahwa proses ROA bersifat konvergen. Guncangan terhadap profitabilitas akan meredam secara bertahap dan tidak berakumulasi tanpa batas, yang konsisten dengan sifat mean-reverting rasio keuangan sebagaimana ditunjukkan pula oleh hasil uji akar unit yang menempatkan ROA sebagai variabel I(0).

Bagi manajemen, persistensi yang tinggi memiliki implikasi ganda. Di satu sisi, kinerja baik cenderung bertahan sehingga memberikan landasan perencanaan yang stabil. Di sisi lain, kinerja buruk juga cenderung bertahan, sehingga penurunan profitabilitas pada satu triwulan memerlukan intervensi aktif dan tidak dapat diharapkan pulih dengan sendirinya dalam waktu singkat

Ketiadaan Hubungan Jangka Panjang

Hasil Bounds Test yang tidak menemukan kointegrasi merupakan temuan yang perlu dianalisis tersendiri, bukan sekadar dilaporkan sebagai alasan untuk membatasi analisis. Secara statistik, ketiadaan kointegrasi bermakna bahwa keempat variabel tidak bergerak bersama menuju suatu keseimbangan bersama, sehingga penyimpangan di antara mereka tidak dikoreksi secara sistematis antarperiode.

Pertama, penjelasan yang bersumber dari karakteristik data. Kointegrasi merupakan konsep yang didefinisikan atas variabel-variabel nonstasioner yang memiliki tren stokastik bersama. Dalam penelitian ini, ROA dan ATO justru bersifat stasioner pada tingkat level, yang berarti keduanya tidak

memiliki tren stokastik yang perlu diseimbangkan. Rasio keuangan pada dasarnya merupakan besaran yang terbatas secara ekonomi dan cenderung kembali ke nilai tengahnya, sehingga ketiadaan kointegrasi antarrasio keuangan bukanlah hasil yang mengejutkan, melainkan konsisten dengan sifat dasar variabel yang diteliti.

Kedua, penjelasan yang bersumber dari perilaku manajerial. Ketiadaan keseimbangan jangka panjang mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mengarahkan rasio-rasio keuangannya menuju suatu target tetap, melainkan menyesuaikannya secara taktis dari periode ke periode sesuai kondisi yang dihadapi. Interpretasi ini konsisten dengan pola koefisien yang ditemukan, khususnya ketidaksignifikanan DER yang menunjukkan tidak adanya pengejaran target struktur modal tertentu — suatu perilaku yang lebih dekat dengan logika Pecking Order Theory dibandingkan Trade-off Theory dalam bentuk targetnya yang kaku.

Ketiga, penjelasan yang bersumber dari keterbatasan pengujian. Dengan 22 observasi efektif, Bounds Test memiliki kekuatan statistik yang terbatas untuk mendeteksi kointegrasi apabila hubungan jangka panjang tersebut lemah. Selain itu, status I(0) variabel dependen menempatkan pengujian pada kondisi yang oleh Sam et al. (2019) diidentifikasi sebagai rawan menghasilkan kesimpulan yang tidak tegas dalam prosedur konvensional. Meskipun demikian, perlu dicatat bahwa nilai p-value yang diperoleh, yaitu 0,484 untuk F-statistik dan 0,536 untuk t-statistik, berada sangat jauh dari ambang signifikansi. Ketiadaan kointegrasi dalam penelitian ini karenanya bukan merupakan kasus yang meragukan, melainkan penolakan yang cukup tegas.

Ketiga penjelasan tersebut secara bersama-sama menghasilkan implikasi analitis yang penting, yaitu bahwa kinerja profitabilitas PT Mayora Indah Tbk selama periode penelitian lebih tepat dipahami sebagai hasil akumulasi keputusan jangka pendek yang berulang, dengan persistensi yang kuat antarperiode, daripada sebagai konvergensi menuju kondisi mapan tertentu.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh *Current Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, dan *Asset Turnover* terhadap profitabilitas yang diukur dengan *Return on Assets* pada PT Mayora Indah Tbk menggunakan pendekatan *Autoregressive Distributed Lag* dengan data triwulanan periode 2019–2024. Hasilnya, *Current Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, baik pada periode berjalan maupun pada lag satu, sehingga H_1 tidak didukung. Dalam konteks perusahaan yang mempertahankan likuiditas jauh di atas kebutuhan operasionalnya sepanjang periode pengamatan, likuiditas berfungsi sebagai penyangga yang telah jenuh dan bukan sebagai faktor pembatas kinerja.

Kemudian, *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga H_2 tidak didukung. Kebijakan pendanaan perusahaan yang konservatif dan stabil, dengan rasio utang yang

tidak pernah melampaui angka satu, menempatkan perusahaan pada wilayah di mana perubahan struktur modal belum menghasilkan dampak terukur terhadap profitabilitas. Sementara, *Asset Turnover* berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 1 persen terhadap ROA pada periode berjalan, sehingga H_3 didukung. Efisiensi pemanfaatan aset merupakan penggerak profitabilitas terkuat dalam model. Koefisien negatif yang signifikan pada lag satu menunjukkan adanya koreksi parsial pada triwulan berikutnya, namun pengaruh bersih kumulatifnya tetap positif.

Selain ketiga temuan tersebut, penelitian ini mendokumentasikan persistensi profitabilitas yang kuat, dengan koefisien autoregresif sebesar 0,6929 yang signifikan. Pengujian *Bounds Test* tidak menemukan bukti adanya hubungan jangka panjang antarvariabel, yang konsisten dengan sifat *mean-reverting* rasio keuangan dan dengan status I(0) variabel dependen.

Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa profitabilitas PT Mayora Indah Tbk selama periode penelitian terutama digerakkan oleh efisiensi pemanfaatan aset dan oleh persistensi kinerjanya sendiri, sementara likuiditas dan struktur modal tidak menunjukkan peran yang dapat dideteksi pada rentang nilai yang teramati. Perlu ditegaskan bahwa kesimpulan ini bersifat spesifik pada objek dan periode yang diteliti. Tanpa pengujian kausalitas formal dan tanpa pengendalian faktor eksternal, hubungan yang ditemukan sebaiknya diinterpretasikan sebagai keterkaitan dinamis yang konsisten dengan penjelasan teoretis yang dikemukakan, bukan sebagai pembuktian kausalitas yang bersifat definitif.

Daftar Pustaka

Aidoo, E. (2022). *Asian Journal of Economic Modelling Analysis Of The Capital Structure and Profitability of Manufacturing Companies Listed on The Ghana Stock Exchange Keyword s*. *10*(3), 178–191. https://doi.org/10.55493/5009.v10i3.4567

Aziz, M. K., & Riskin Hidayat. (2023). *Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. *23*.

Batrancea, L. (2021). *The Influence of Liquidity and Solvency on Performance within the Healthcare Industry : Evidence from Publicly Listed Companies*.

Farianda, M. (2025). *The Effect of Capital Structure , Liquidity , and Operating Cash Flow on Profitability with Sustainability Report Disclosure as a Mediating Variable (An Empirical Study on Energy Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2020 – 2024 Period)*. *4*(3), 1389–1402.

Hong, V., & Pham, S. (2024). *Research on Applying Machine Learning Models to Predict and Assess Return on Assets (Roa)*. 1–20.

Hugo, V., Rodriguez, P., Ventura, E., Manuel, F., Benavides, V., Hinojosa, A., & Reategui, A. (2023). *Challenges in The Relationship Between Liquidity and Profitability : Perspectives from a Literature Review*. 1–22.

Koilo, V. (2023). *Financial performance-based assessment of companies ' competitiveness : Evidence from the Norwegian Shipbuilding Industry*. https://doi.org/10.21511/imfi.20(3).2023.12

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. *The Journal Oj Finance*, *4*(28), 911–922.

Kurbonov, K., Yakubov, S., Karlibaeva, R., & Makhmudov, S. (2025). Evaluating Financial Management Efficiency in Higher Education Institutions: An Econometric Analysis Using the ARDL Model. *Intelligent Sustainable Systems*, *1177*. https://doi.org/10.1007/978-981-97-8695-4_32

Le, T. N., Mai, V. A., & Nguyen, V. C. (2020). *Determinants of profitability : evidence from construction companies listed on Vietnam Securities*. *10*, 523–530. https://doi.org/10.5267/j.msl.2019.9.028

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, *13*(2), 187–221. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Ngoc, T., Nguyen, L., & Nguyen, V. C. (2020). *The Determinants of Profitability in Listed Enterprises : A Study from Vietnamese Stock Exchange*. *7*(1), 47–58. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no1.47

Pesaran, H., Shin, Y., & Smith, R. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, *16*, 289–326. https://doi.org/10.1002/jae.616

R. L. Brown, Evans, M., & J. Durbin. (1974). *Techniques for Testing the Constancy of Regression Relationships over Time*. *1962*, 149–163. https://doi.org/10.1111/j.2517-6161.1975.tb01532.x

Ross, S. A. (1976). *The determination of financial structure : the incentive-signalling approach*.

Sam, C., McNown, R., & Goh, S. (2018). An augmented Autoregressive Distributed Lag bounds test for cointegration. *Economic Modelling*, *80*. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.11.001

Sam, C. Y., Mcnown, R., & Goh, S. K. (2018). An augmented Autoregressive Distributed Lag bounds test for cointegration. *Economic Modelling*. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.11.001

Tesema, T. N. (2024). The effect of capital structure on performance : empirical evidence from manufacturing companies in Ethiopia. *Cogent Economics & Finance*, *12*(1). https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2300926

Zavalii, T., Lehenchuk, S., Chyzhevska, L., & Hrabchuk, I. (2025). *Determinants of Financial Performance in Advertising and Marketing Companies : Evidence from Central and Eastern European Countries*. 1–21.