



PUBLISHER: <https://journal.adlermanurungpress.com/>

DOI: <https://doi.org/10.63607/jcmb.v14i2>

SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW DETERMINAN CAPITAL ADEQUACY RATIO PADA PERUSAHAAN MULTIFINANCE YANG GO PUBLIC DI INDONESIA TAHUN: PERAN GUNCANGAN MAKROEKONOMI DAN FAKTOR SPESIFIK PASCA COVID-19

Giovani Huiser Mangalindung¹, Adler Haymans Manurung²

Universitas Bhayangkara Jakarta Raya¹²

Email: ghuiserm@gmail.com¹, adler.manurung@gmail.com²

Alamat: Jl. Harsono RM No.67, RT.7/RW.4, Ragunan, Ps. Minggu, Kota Jakarta Selatan, Daerah Khusus Ibukota Jakarta 12550

Korespondensi Penulis: ghuiserm@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan mengkaji secara sistematis determinan Capital Adequacy Ratio (CAR) pada perusahaan pembiayaan (multifinance) yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sepanjang periode 2019-2025, dengan penekanan khusus pada peran guncangan makroekonomi pasca pandemi COVID-19 serta faktor-faktor spesifik perusahaan yang selama ini belum banyak diulas dalam literatur nasional. Berbeda dengan sektor perbankan yang telah relatif jenuh dikaji, industri multifinance justru berkembang di bawah rezim pengaturan permodalan yang berbeda, yakni POJK No. 35/2018 dan pembaruannya melalui POJK No. 46/2024, sehingga menyisakan celah pemahaman yang signifikan mengenai bagaimana kecukupan modal perusahaan pembiayaan dibentuk. Metode yang digunakan adalah Systematic Literature Review (SLR) dengan pendekatan PRISMA, menelusuri basis data Scopus, Garuda, Sinta, Google Scholar, dan DOAJ atas artikel yang terbit antara tahun 2015 hingga 2025, kemudian disaring melalui tahapan identifikasi, penyaringan, dan penilaian kelayakan sehingga diperoleh sejumlah artikel inti yang relevan untuk dianalisis secara tematik. Hasil kajian menunjukkan bahwa determinan CAR pada multifinance dapat dikelompokkan ke dalam tiga klaster besar, yaitu faktor profitabilitas dan efisiensi

operasional (BOPO, ROA), faktor struktur pendanaan dan kebijakan korporasi (Dana Pihak Ketiga, struktur modal, kebijakan dividen, laba ditahan, biaya modal), serta faktor kontekstual pasca pandemi berupa guncangan makroekonomi (inflasi, nilai tukar, suku bunga acuan) dan tata kelola digital sebagai determinan non-konvensional yang mulai muncul dalam literatur terbaru. Sintesis literatur juga mengungkap adanya inkonsistensi arah pengaruh antar studi yang mengindikasikan perlunya kerangka kontingensi yang mempertimbangkan interaksi antara kondisi makro dan karakteristik internal perusahaan. Kebaruan penelitian ini terletak pada pemetaan sistematis determinan CAR yang secara eksplisit mengintegrasikan dimensi guncangan makroekonomi pasca-COVID-19 dengan tata kelola digital sebagai variabel kontemporer yang relevan bagi industri multifinance di Indonesia, sekaligus menawarkan agenda penelitian masa depan bagi pengembangan model empiris yang lebih kontekstual.

Kata Kunci: Capital Adequacy Ratio, perusahaan multifinance, guncangan makroekonomi, tata kelola digital, systematic literature review

Abstract

This study systematically examines the determinants of the Capital Adequacy Ratio (CAR) among publicly listed multifinance companies on the Indonesia Stock Exchange during the 2019-2025 period, with particular attention to the role of post-COVID-19 macroeconomic shocks and firm-specific factors that remain underexplored in the national literature. Unlike the banking sector, which has been extensively studied, the multifinance industry operates under a distinct capital regulation regime governed by POJK No. 35/2018 and its subsequent amendment, POJK No. 46/2024, leaving a considerable gap in understanding how capital adequacy is actually formed in financing companies. This research employs a Systematic Literature Review (SLR) guided by the PRISMA framework, screening the Scopus, Garuda, Sinta, Google Scholar, and DOAJ databases for articles published between 2015 and 2025, which are then filtered through identification, screening, and eligibility stages to obtain a core set of articles for thematic analysis. The findings indicate that CAR determinants can be grouped into three major clusters: profitability and operational efficiency factors (BOPO, ROA), funding structure and corporate policy factors (third-party funds, capital structure, dividend policy, retained earnings, cost of capital), and contextual post-pandemic factors comprising macroeconomic shocks (inflation, exchange rate, benchmark interest rate) and digital governance quality as an emerging non-conventional determinant in recent literature. The synthesis further reveals inconsistent directions of influence

across studies, signaling the need for a contingency framework that accounts for the interaction between macro conditions and internal firm characteristics. The novelty of this study lies in its systematic mapping of CAR determinants that explicitly integrates post-COVID-19 macroeconomic shocks with digital governance as a contemporary variable relevant to Indonesia's multifinance industry, while also offering a future research agenda for developing more contextually grounded empirical models.

Keywords: Capital Adequacy Ratio, multifinance company, macroeconomic shock, digital governance, systematic literature review

PENDAHULUAN

Industri pembiayaan atau yang lazim disebut multifinance menempati posisi strategis dalam arsitektur sistem keuangan Indonesia karena berfungsi sebagai jembatan antara kebutuhan pembiayaan masyarakat, khususnya sektor riil dan usaha mikro kecil menengah, dengan sumber-sumber dana yang tersedia di pasar keuangan. Berbeda dengan bank yang menghimpun dana langsung dari masyarakat melalui simpanan, perusahaan pembiayaan bergantung pada sumber pendanaan lain seperti pinjaman perbankan, penerbitan obligasi, serta modal sendiri, sehingga struktur permodalannya memiliki karakteristik risiko yang khas dan tidak dapat disamakan begitu saja dengan bank umum. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menyadari kekhususan ini dan mengaturnya secara terpisah melalui Peraturan OJK Nomor 35/POJK.05/2018 tentang Penyelenggaraan Usaha Perusahaan Pembiayaan, yang kemudian diperbarui melalui POJK Nomor 46 Tahun 2024, dengan salah satu ketentuan pokoknya mewajibkan perusahaan pembiayaan menjaga tingkat Gearing Ratio dan kecukupan modal pada level tertentu agar mampu menyerap potensi kerugian sekaligus menopang ekspansi portofolio pembiayaan secara berkelanjutan.

Capital Adequacy Ratio (CAR), meskipun istilah ini lebih populer digunakan dalam konteks perbankan, pada dasarnya merepresentasikan prinsip yang sama ketika diterjemahkan ke dalam konteks multifinance, yaitu kemampuan modal perusahaan menyerap risiko kredit macet, risiko pasar, dan risiko operasional yang melekat pada aktivitas pembiayaan. Kecukupan modal yang memadai memberi ruang gerak bagi perusahaan pembiayaan untuk tetap menyalurkan kredit di tengah tekanan eksternal tanpa harus mengorbankan prinsip kehati-hatian. Pandemi COVID-19 yang melanda pada 2020 hingga awal 2022 menjadi titik ujian penting bagi ketahanan permodalan industri ini, karena restrukturisasi kredit massal, penurunan daya beli masyarakat, dan pelemahan

nilai tukar rupiah secara bersamaan menekan kualitas aset sekaligus profitabilitas perusahaan pembiayaan. Pasca pandemi, dinamika tersebut belum sepenuhnya reda; guncangan makroekonomi susulan seperti kenaikan suku bunga acuan Bank Indonesia untuk meredam inflasi global, fluktuasi nilai tukar akibat ketidakpastian geopolitik, serta pengetatan likuiditas turut membentuk lanskap risiko baru yang memengaruhi kebijakan permodalan perusahaan multifinance hingga tahun 2025.

Perlu dicatat pula bahwa struktur industri multifinance di Indonesia relatif terkonsentrasi pada segmen pembiayaan konsumen, alat berat, dan kendaraan bermotor, sehingga eksposurnya terhadap siklus konsumsi rumah tangga jauh lebih tinggi dibandingkan bank umum yang portofolionya lebih terdiversifikasi lintas sektor. Karakteristik ini menjadikan perusahaan pembiayaan lebih rentan terhadap guncangan yang bersifat konsumtif, misalnya pelemahan daya beli akibat inflasi pangan dan energi, ketimbang guncangan yang bersifat korporat seperti risiko gagal bayar korporasi besar. Implikasinya, kerangka analisis determinan CAR yang selama ini banyak diadopsi dari studi perbankan berpotensi kurang tepat apabila diterapkan tanpa penyesuaian terhadap karakteristik risiko multifinance yang lebih terpapar pada dinamika konsumsi domestik. Kondisi inilah yang semakin memperkuat argumen bahwa kajian determinan CAR pada sektor ini memerlukan pendekatan yang kontekstual, bukan sekadar replikasi model perbankan ke dalam sektor pembiayaan.

Di sisi lain, transformasi digital yang dipercepat oleh pandemi turut mengubah cara perusahaan pembiayaan mengelola risiko dan tata kelola internalnya. Penerapan sistem informasi manajemen risiko berbasis digital, otomatisasi proses credit scoring, serta transparansi pelaporan yang lebih real-time diduga berkontribusi terhadap kualitas pengelolaan modal, meskipun literatur yang secara eksplisit mengangkat tata kelola digital sebagai determinan CAR pada multifinance masih sangat terbatas. Sebagian besar kajian terdahulu justru masih berfokus pada determinan konvensional seperti profitabilitas, efisiensi biaya operasional terhadap pendapatan operasional (BOPO), Dana Pihak Ketiga (DPK), Loan to Deposit Ratio (LDR), struktur modal, kebijakan dividen, dan laba ditahan, yang sesungguhnya lebih relevan diuji pada institusi perbankan ketimbang perusahaan pembiayaan yang memiliki struktur neraca berbeda.

Penelusuran awal terhadap literatur yang ada memperlihatkan setidaknya empat celah penelitian yang signifikan. Pertama, dominasi topik CAR pada sektor perbankan menyebabkan generalisasi temuan ke sektor multifinance menjadi problematis, sebab basis regulasi, struktur

pendanaan, dan eksposur risiko keduanya berbeda secara mendasar. Kedua, isu guncangan makroekonomi pasca-COVID-19 sebagai determinan CAR pada multifinance nyaris tidak tersentuh oleh riset nasional, meskipun secara teoretis makroekonomi memiliki jalur transmisi yang jelas ke kualitas aset dan kecukupan modal lembaga pembiayaan. Ketiga, ditemukan inkonsistensi arah pengaruh antar penelitian terdahulu terhadap variabel-variabel konvensional seperti BOPO, ukuran perusahaan, dan struktur modal terhadap CAR, yang mengindikasikan bahwa hubungan tersebut kemungkinan bersifat kontingen terhadap konteks waktu dan kondisi eksternal, bukan hubungan linear yang tetap. Keempat, tata kelola digital sebagai determinan non-konvensional CAR belum banyak diintegrasikan ke dalam kerangka penelitian yang ada, padahal transformasi digital pasca pandemi merupakan fenomena struktural yang secara logis berdampak pada efisiensi pengelolaan risiko dan modal.

Kesenjangan-kesenjangan tersebut menegaskan urgensi dilakukannya kajian literatur sistematis yang secara khusus memetakan determinan CAR pada perusahaan multifinance go public di Indonesia, sekaligus mendudukan peran guncangan makroekonomi dan faktor spesifik perusahaan pasca-COVID-19 dalam satu kerangka analisis yang koheren, bukan sekadar kompilasi temuan yang terfragmentasi.

Berdasarkan uraian latar belakang dan kesenjangan penelitian di atas, kajian ini disusun dengan tujuan: (1) mengidentifikasi dan mengklasifikasikan determinan CAR yang telah diteliti pada perusahaan multifinance dan sektor keuangan sejenis dalam rentang tahun 2015-2025; (2) menganalisis konsistensi maupun inkonsistensi arah pengaruh masing-masing determinan tersebut berdasarkan sintesis temuan empiris terdahulu; (3) mengkaji secara khusus bagaimana guncangan makroekonomi pasca-COVID-19 dan tata kelola digital berperan sebagai determinan kontemporer CAR yang relatif baru dalam literatur; dan (4) merumuskan agenda penelitian mendatang serta kerangka konseptual yang dapat menjadi dasar pengembangan model empiris pada studi-studi selanjutnya.

TINJAUAN PUSTAKA

1. Konsep dan Definisi Teoritis Capital Adequacy Ratio

Secara konseptual, Capital Adequacy Ratio merupakan rasio yang membandingkan modal yang dimiliki lembaga keuangan dengan aset tertimbang menurut risiko (ATMR), sehingga menggambarkan sejauh mana bantalan modal (capital buffer) mampu menyerap kerugian tak

terduga sebelum berdampak pada kreditur maupun stabilitas kelembagaan secara keseluruhan. Pada institusi perbankan, ketentuan CAR mengacu pada kerangka Basel yang diadopsi secara bertahap oleh regulator domestik, sedangkan pada perusahaan pembiayaan, prinsip serupa diterjemahkan melalui ketentuan Gearing Ratio maksimum dan persyaratan ekuitas minimum sebagaimana diatur dalam POJK 35/2018 dan pembaruannya. Meski instrumen pengukurannya berbeda secara teknis, esensi keduanya identik, yakni memastikan bahwa porsi modal sendiri cukup memadai relatif terhadap eksposur risiko yang diambil perusahaan dalam menjalankan fungsi intermediasinya.

Dalam konteks perusahaan pembiayaan, kecukupan modal tidak dapat dilepaskan dari struktur pendanaan yang unik, karena multifinance pada dasarnya adalah lembaga yang meminjam untuk kemudian meminjamkan kembali (*borrow-and-lend model*) tanpa akses langsung terhadap dana pihak ketiga sebagaimana bank. Oleh karena itu, kemampuan menjaga rasio modal terhadap kewajiban menjadi indikator kesehatan keuangan yang krusial, sekaligus menjadi sinyal kepada kreditur dan investor mengenai daya tahan perusahaan terhadap tekanan eksternal.

Perbedaan struktur pendanaan ini membawa konsekuensi metodologis yang penting bagi peneliti. Ketika proksi CAR bank, yang dihitung berdasarkan rasio modal terhadap ATMR mengikuti kerangka Basel, diterapkan secara mentah pada multifinance tanpa penyesuaian terhadap ketentuan Gearing Ratio, hasil pengukuran berpotensi bias dan kurang mencerminkan realitas risiko yang sesungguhnya dihadapi perusahaan pembiayaan. Sejumlah peneliti telah mulai mengadaptasi proksi kecukupan modal multifinance dengan memodifikasi perhitungan ekuitas terhadap total kewajiban atau terhadap piutang pembiayaan neto, namun standarisasi proksi tersebut belum sepenuhnya seragam antar penelitian, sehingga turut menyulitkan perbandingan hasil secara lintas studi dan menjadi salah satu sumber inkonsistensi temuan yang akan dibahas lebih lanjut pada bagian hasil dan pembahasan.

2. Teori-Teori Relevan

2.1 Trade-off Theory

Trade-off theory menjelaskan bahwa perusahaan menentukan struktur modalnya dengan menyeimbangkan manfaat penghematan pajak dari utang (*tax shield*) dengan biaya kebangkrutan (*financial distress cost*) yang timbul akibat penggunaan utang berlebihan. Dalam konteks CAR, teori ini relevan untuk menjelaskan mengapa perusahaan pembiayaan cenderung mempertahankan tingkat modal tertentu, bukan semata memenuhi kewajiban regulasi, melainkan juga sebagai

strategi optimalisasi struktur pendanaan agar terhindar dari risiko kesulitan keuangan sekaligus tetap menikmati keuntungan pajak dari pendanaan eksternal.

2.2 Pecking Order Theory

Pecking order theory berargumen bahwa perusahaan memiliki hierarki preferensi pendanaan, dimulai dari dana internal (laba ditahan), kemudian utang, dan modal saham baru sebagai pilihan terakhir, akibat adanya asimetri informasi antara manajemen dan investor eksternal. Teori ini menjelaskan hubungan antara laba ditahan dan kebijakan dividen terhadap CAR, karena semakin besar proporsi laba yang ditahan, semakin besar pula sumber daya internal yang dapat dikonversi menjadi modal tanpa perlu menerbitkan instrumen utang atau ekuitas baru, yang pada akhirnya memperkuat rasio kecukupan modal secara organik.

2.3 Signaling Theory

Signaling theory menyatakan bahwa tindakan korporasi, termasuk kebijakan dividen dan pengungkapan tata kelola, membawa informasi tersirat mengenai kondisi dan prospek perusahaan kepada pihak eksternal yang memiliki informasi lebih terbatas dibandingkan manajemen. Dalam kaitannya dengan CAR, kebijakan mempertahankan modal pada level tertentu maupun keterbukaan atas praktik tata kelola digital dapat dimaknai sebagai sinyal positif mengenai kualitas manajemen risiko perusahaan, sehingga berpotensi menurunkan biaya modal dan memudahkan akses pendanaan eksternal yang lebih murah.

2.4 Agency Theory

Agency theory menyoroti potensi konflik kepentingan antara pemegang saham (principal) dan manajemen (agent) yang dapat memengaruhi keputusan permodalan, misalnya kecenderungan manajemen mempertahankan modal berlebih demi keamanan posisi mereka sendiri (empire building) yang belum tentu sejalan dengan kepentingan pemegang saham yang menginginkan distribusi dividen lebih tinggi. Teori ini relevan untuk menjelaskan mengapa kebijakan dividen dan struktur kepemilikan turut membentuk keputusan permodalan perusahaan multifinance, termasuk bagaimana mekanisme tata kelola digital dapat berfungsi sebagai instrumen pengurang biaya keagenan melalui peningkatan transparansi dan pengawasan.

2.5 Stakeholder Theory

Stakeholder theory memperluas cakupan tanggung jawab perusahaan tidak hanya kepada pemegang saham, tetapi juga kreditur, regulator, nasabah, dan masyarakat luas. Dalam konteks CAR, teori ini menjelaskan mengapa perusahaan pembiayaan tidak dapat semata memaksimalkan

keuntungan jangka pendek dengan menekan modal serendah mungkin, karena kecukupan modal juga menjadi kepentingan kolektif regulator dan kreditur dalam menjaga stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan.

2.6 Buffer Capital Theory (Regulatory Capital Theory)

Buffer capital theory menjelaskan bahwa lembaga keuangan cenderung mempertahankan modal di atas ambang batas minimum regulasi sebagai bantalan pengaman menghadapi guncangan tak terduga, termasuk guncangan makroekonomi. Teori ini menjadi jembatan konseptual paling relevan untuk menjelaskan bagaimana inflasi, fluktuasi nilai tukar, dan perubahan suku bunga acuan pasca-COVID-19 memengaruhi keputusan manajemen dalam menentukan besaran buffer modal yang dianggap aman, sebab ketidakpastian makroekonomi yang tinggi umumnya mendorong perusahaan menahan modal lebih besar dari kewajiban minimum sebagai bentuk mitigasi risiko preventif.

3. Keterkaitan Antar Teori dan Fenomena Determinan CAR

Kelima kerangka teori di atas sesungguhnya tidak berdiri sendiri, melainkan saling melengkapi dalam menjelaskan fenomena determinan CAR secara komprehensif. Trade-off theory dan pecking order theory sama-sama membahas struktur pendanaan, namun dari sudut pandang berbeda: yang pertama menekankan optimalisasi rasional antara manfaat dan biaya utang, sedangkan yang kedua menyoroti hierarki preferensi akibat asimetri informasi. Ketika dikombinasikan, kedua teori ini menjelaskan mengapa perusahaan multifinance dengan profitabilitas tinggi cenderung memiliki CAR yang lebih baik, karena mereka memiliki sumber dana internal (laba ditahan) yang lebih besar sekaligus insentif memanfaatkan utang secara terukur untuk keperluan pajak.

Signaling theory dan agency theory kemudian memperkaya penjelasan tersebut dengan menyoroti dimensi informasi dan pengawasan; kebijakan dividen dan tata kelola tidak hanya berdampak pada struktur modal secara mekanis, tetapi juga membawa pesan kepada pasar mengenai kualitas pengelolaan perusahaan. Sementara itu, stakeholder theory dan buffer capital theory memberikan lapisan penjelasan makro-institusional, di mana keputusan permodalan tidak semata didorong motif internal perusahaan, tetapi juga tuntutan eksternal dari regulator dan kreditur, terlebih dalam kondisi ketidakpastian makroekonomi pasca pandemi yang menuntut kehati-hatian ekstra. Integrasi kelima teori inilah yang menjadi landasan konseptual bagi penelitian

ini dalam memetakan determinan CAR secara multidimensional, mencakup faktor internal konvensional, faktor tata kelola, dan faktor eksternal makroekonomi sekaligus.

1. Kajian Penelitian Terdahulu

Untuk memperkuat landasan empiris, berikut disajikan rangkuman sepuluh penelitian terdahulu yang relevan dengan topik determinan Capital Adequacy Ratio pada lembaga keuangan, termasuk bank dan perusahaan pembiayaan, dalam rentang tahun 2015-2025.

Tabel 1. Ringkasan Penelitian Terdahulu Terkait Determinan Capital Adequacy Ratio (2015-2025)

No	Peneliti (Tahun)	Objek/Fokus	Variabel Utama	Metode	Temuan Utama
1	Santoso & Wahyuni (2017)	Bank Pembangunan Daerah	ROA, BOPO, LDR, ukuran bank	Regresi panel FEM	BOPO berpengaruh negatif signifikan; ukuran bank tidak signifikan terhadap CAR
2	Ahmad & Suryani (2016)	Bank umum konvensional	ROA, NPL, DPK	Regresi linear berganda	DPK berpengaruh negatif; ROA berpengaruh positif terhadap CAR
3	Dewi & Pramana (2019)	Bank umum	BOPO, NPL, LDR	Regresi data panel REM	BOPO dan NPL berpengaruh negatif signifikan terhadap CAR
4	Nugroho & Wardani (2020)	Bank syariah	DPK, FDR, ROA	GMM Arellano-Bond	DPK berpengaruh negatif; FDR tidak signifikan terhadap CAR
5	Wibowo & Syafitri (2020)	Perusahaan pembiayaan	Restrukturisasi kredit, NPF, likuiditas	Studi deskriptif-kualitatif	Restrukturisasi kredit pandemi menekan kualitas aset dan kecukupan modal
6	Hapsari & Kurniawan (2021)	Perusahaan pembiayaan BEI	Struktur modal (DER), ukuran perusahaan	Regresi panel FEM	DER berpengaruh negatif signifikan terhadap CAR
7	Alamsyah & Ramadhan (2022)	Perusahaan pembiayaan terbuka	Kebijakan dividen, laba ditahan	Regresi panel GMM	Laba ditahan berpengaruh positif; kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap CAR

No	Peneliti (Tahun)	Objek/Fokus	Variabel Utama	Metode	Temuan Utama
8	Sari & Utomo (2022)	Perusahaan pembiayaan	Biaya modal, struktur pendanaan	Regresi panel REM	Biaya modal berpengaruh positif signifikan terhadap CAR
9	Kurniawati & Setiawan (2023)	Lembaga keuangan non-bank	Inflasi, nilai tukar, suku bunga acuan	Regresi panel FEM	Inflasi dan nilai tukar berpengaruh negatif terhadap kecukupan modal
10	Prasetyo & Handayani (2024)	Perusahaan pembiayaan pasca-COVID-19	Tata kelola digital, efisiensi risiko	Studi kualitatif-eksploratif	Tata kelola digital diduga berkontribusi positif terhadap stabilitas permodalan
11	Yulianto & Nugraha (2025)	Multifinance di Indonesia	Guncangan makroekonomi x faktor spesifik perusahaan	Regresi panel moderasi	Interaksi guncangan makro dan faktor internal signifikan memengaruhi CAR

Dari sintesis sepuluh studi tersebut, tampak bahwa variabel profitabilitas (ROA) dan efisiensi operasional (BOPO) merupakan determinan yang paling konsisten diteliti, namun arah pengaruhnya tidak selalu seragam; sebagian studi menemukan pengaruh positif profitabilitas terhadap CAR karena laba yang tinggi memperkuat basis modal internal, sementara studi lain menemukan pengaruh negatif dengan argumen bahwa bank yang sangat menguntungkan cenderung lebih agresif menyalurkan kredit sehingga menggerus rasio modal terhadap ATMR yang meningkat pesat. Inkonsistensi serupa juga ditemukan pada variabel ukuran perusahaan (firm size), dana Pihak Ketiga, dan struktur modal, yang mengindikasikan bahwa hubungan-hubungan tersebut kemungkinan bersifat non-linear atau dimoderasi oleh kondisi eksternal, sebagaimana diprediksi oleh buffer capital theory. Sementara itu, studi-studi yang mengangkat variabel guncangan makroekonomi dan tata kelola digital secara eksplisit masih sangat terbatas jumlahnya, terutama pada konteks perusahaan multifinance non-bank di Indonesia, yang semakin menegaskan urgensi kajian ini.

2. Kerangka Konseptual

Berdasarkan sintesis teori dan penelitian terdahulu, determinan CAR pada perusahaan multifinance dapat dipetakan ke dalam tiga klaster utama yang saling berinteraksi. Klaster pertama adalah faktor kinerja keuangan internal, mencakup profitabilitas, efisiensi operasional, dan kualitas

aset. Klaster kedua adalah faktor struktur pendanaan dan kebijakan korporasi, mencakup Dana Pihak Ketiga atau sumber pendanaan eksternal, struktur modal, kebijakan dividen, laba ditahan, dan biaya modal. Klaster ketiga adalah faktor kontekstual pasca-COVID-19 yang mencakup guncangan makroekonomi berupa inflasi, nilai tukar, dan suku bunga acuan, serta tata kelola digital sebagai determinan non-konvensional yang diduga memoderasi maupun secara langsung memengaruhi kecukupan modal. Kerangka ini menegaskan bahwa CAR bukan hasil dari satu jalur pengaruh tunggal, melainkan resultan interaksi kompleks antara kondisi internal perusahaan dan tekanan eksternal yang terjadi secara simultan.

METODE PENELITIAN

1. Pendekatan Systematic Literature Review

Penelitian ini menggunakan pendekatan Systematic Literature Review (SLR) yang bertujuan mengidentifikasi, mengevaluasi, dan mensintesis seluruh bukti empiris yang relevan dengan topik determinan CAR pada perusahaan multifinance secara sistematis, transparan, dan dapat direplikasi, berbeda dengan tinjauan naratif konvensional yang cenderung selektif dan rentan bias subjektif peneliti. Pemilihan metode SLR didasarkan pada kebutuhan untuk memetakan lanskap penelitian secara komprehensif sekaligus mengidentifikasi kesenjangan penelitian secara objektif melalui protokol pencarian dan penyaringan yang eksplisit.

2. Protokol PRISMA

Proses seleksi literatur mengikuti pedoman Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses (PRISMA), yang terdiri atas empat tahapan utama yaitu identifikasi, penyaringan, penilaian kelayakan, dan penetapan artikel yang disertakan dalam sintesis akhir. Pencarian dilakukan pada basis data Scopus, Google Scholar, Garuda Kemdikbud, portal Sinta, dan DOAJ menggunakan kombinasi kata kunci “Capital Adequacy Ratio”, “determinan CAR”, “perusahaan pembiayaan”, “multifinance”, “guncangan makroekonomi”, dan “tata kelola digital” dalam Bahasa Indonesia maupun padanan Bahasa Inggrisnya, dibatasi pada rentang publikasi 2015-2025.

Tabel 2. Tahapan Seleksi Literatur Berdasarkan Alur PRISMA

Tahapan	Aktivitas	Jumlah Artikel
Identifikasi	Artikel ditemukan melalui pencarian database (Scopus, Google Scholar, Garuda, Sinta, DOAJ)	486

Tahapan	Aktivitas	Jumlah Artikel
Identifikasi	Artikel tambahan dari penelusuran manual (citation tracking)	24
Penyaringan	Artikel setelah penghapusan duplikasi	402
Penyaringan	Artikel dieksklusi berdasarkan judul dan abstrak tidak relevan	268
Kelayakan	Artikel full text dinilai kelayakannya	134
Kelayakan	Artikel dieksklusi (bukan lembaga keuangan, non peer-review, tidak dapat diakses penuh)	113
Disertakan	Artikel inti yang disintesis dalam kajian ini	21

3. Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Kriteria inklusi yang ditetapkan meliputi: artikel merupakan hasil penelitian empiris atau kajian literatur yang membahas determinan CAR atau rasio kecukupan modal pada lembaga keuangan; diterbitkan dalam rentang 2015-2025; berbahasa Indonesia atau Inggris; serta terindeks pada basis data bereputasi seperti Scopus, Sinta, atau DOAJ. Kriteria eksklusi meliputi artikel yang tidak dapat diakses secara penuh (full text), artikel prosiding tanpa proses telaah sejawat (non-peer reviewed), duplikasi artikel pada basis data berbeda, serta artikel yang membahas kecukupan modal di luar konteks lembaga keuangan seperti perusahaan manufaktur atau sektor riil non-keuangan.

4. Teknik Analisis

Artikel yang lolos tahap kelayakan selanjutnya dianalisis menggunakan pendekatan analisis tematik (thematic analysis), yaitu mengelompokkan temuan berdasarkan kesamaan variabel dan pola hubungan yang dilaporkan, kemudian membandingkan arah dan kekuatan pengaruh antar studi untuk mengidentifikasi konsistensi, inkonsistensi, serta kesenjangan penelitian. Proses ini dilakukan secara iteratif dengan membaca ulang artikel-artikel inti untuk memastikan interpretasi tema yang akurat dan tidak bias terhadap satu perspektif teori tertentu.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Karakteristik Umum Literatur yang Dianalisis

Artikel-artikel yang lolos tahap seleksi didominasi oleh studi dengan objek penelitian bank umum dan bank perkreditan rakyat, sementara studi yang secara spesifik meneliti perusahaan pembiayaan atau multifinance jumlahnya jauh lebih sedikit, mengonfirmasi kesenjangan penelitian yang telah diuraikan pada bagian pendahuluan. Dari sisi metode, mayoritas penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data panel, memanfaatkan teknik estimasi Fixed

Effect Model (FEM), Random Effect Model (REM), maupun Generalized Method of Moments (GMM) Arellano-Bond untuk mengatasi masalah endogenitas antar variabel. Distribusi tahun publikasi memperlihatkan peningkatan jumlah artikel pasca tahun 2020, mengindikasikan meningkatnya perhatian akademisi terhadap isu ketahanan modal lembaga keuangan setelah pandemi COVID-19, meskipun perhatian tersebut secara proporsional masih lebih banyak tercurah pada sektor perbankan dibandingkan multifinance.

2. Determinan Profitabilitas dan Efisiensi Operasional

Profitabilitas yang diproksikan melalui Return on Assets (ROA) secara teoretis diprediksi berhubungan positif dengan CAR karena laba yang terakumulasi memperbesar basis modal internal perusahaan sejalan dengan pecking order theory. Namun demikian, sintesis literatur memperlihatkan bahwa sejumlah studi justru menemukan hubungan negatif, dengan argumentasi bahwa perusahaan yang sangat profitabel cenderung ekspansif dalam penyaluran pembiayaan, sehingga pertumbuhan ATMR melampaui pertumbuhan modal itu sendiri dan pada akhirnya menekan rasio kecukupan modal meskipun laba absolut meningkat. Pola serupa ditemukan pada variabel BOPO, di mana efisiensi operasional yang membaik semestinya berkontribusi positif terhadap akumulasi modal, tetapi pada beberapa konteks justru tidak signifikan karena perusahaan mengalokasikan penghematan biaya untuk ekspansi bisnis alih-alih memperkuat struktur modal. Pola ini menegaskan bahwa hubungan profitabilitas-efisiensi dengan CAR bersifat kontingen terhadap strategi bisnis dan fase siklus pertumbuhan perusahaan, bukan hubungan deterministik yang berlaku universal.

Fenomena ini dapat dijelaskan lebih lanjut melalui perspektif siklus hidup perusahaan pembiayaan. Pada fase ekspansi, perusahaan yang mencatatkan profitabilitas tinggi cenderung mengalokasikan laba untuk memperbesar portofolio pembiayaan baru ketimbang memperkuat modal, sehingga pertumbuhan aset tertimbang menurut risiko dapat melampaui pertumbuhan ekuitas dan menghasilkan hubungan negatif antara profitabilitas dan CAR meskipun secara nominal laba perusahaan meningkat signifikan. Sebaliknya, pada fase konsolidasi atau ketika perusahaan menghadapi tekanan eksternal seperti yang terjadi pasca pandemi, profitabilitas yang terjaga justru lebih banyak dikonversi menjadi laba ditahan sebagai bantalan modal, sehingga hubungan positif antara profitabilitas dan CAR lebih mungkin teramati. Perbedaan konteks siklus inilah yang tampaknya menjadi salah satu penjelas utama mengapa studi-studi dengan periode pengamatan berbeda menghasilkan simpulan yang saling bertentangan mengenai arah pengaruh

profitabilitas terhadap kecukupan modal, dan hal ini semakin menegaskan pentingnya mempertimbangkan konteks waktu penelitian sebagai variabel kontrol, bukan sekadar variabel administratif dalam desain penelitian.

3. Determinan Struktur Pendanaan dan Kebijakan Korporasi

Variabel Dana Pihak Ketiga (DPK), meskipun secara konseptual lebih relevan pada institusi perbankan, tetap relevan didiskusikan dalam konteks multifinance melalui analogi sumber pendanaan eksternal seperti pinjaman bank dan obligasi yang menjadi tulang punggung likuiditas perusahaan pembiayaan. Literatur menunjukkan bahwa peningkatan ketergantungan pada pendanaan eksternal cenderung menekan CAR karena porsi kewajiban terhadap total pendanaan meningkat, sejalan dengan prediksi trade-off theory mengenai batas optimal penggunaan utang sebelum biaya kesulitan keuangan mendominasi manfaat pajak yang diperoleh. Sementara itu, kebijakan dividen dan laba ditahan konsisten menunjukkan pengaruh yang sejalan dengan pecking order theory, di mana perusahaan yang menahan proporsi laba lebih besar untuk diinvestasikan kembali cenderung memiliki CAR yang lebih kuat dibandingkan perusahaan yang mendistribusikan dividen dalam jumlah besar, meskipun kebijakan dividen yang stabil juga dapat berfungsi sebagai sinyal positif kepada investor sebagaimana dijelaskan signaling theory, sehingga menciptakan dilema strategis antara memperkuat modal internal dan menjaga kepercayaan pasar modal.

Struktur modal, yang umumnya diukur melalui Debt to Equity Ratio, menunjukkan pola hubungan negatif yang relatif konsisten terhadap CAR pada sebagian besar studi, mengonfirmasi logika trade-off theory bahwa peningkatan proporsi utang dalam struktur modal secara langsung mengurangi porsi modal sendiri terhadap total pendanaan. Biaya modal (cost of capital) turut muncul sebagai determinan yang relevan, di mana perusahaan dengan biaya modal tinggi cenderung lebih berhati-hati dalam menjaga rasio kecukupan modal sebagai upaya menjaga kepercayaan kreditur dan menekan risiko kenaikan biaya pendanaan lebih lanjut, sebuah pola yang konsisten dengan prinsip kehati-hatian dalam buffer capital theory.

Menariknya, hubungan antara biaya modal dan CAR ini juga dapat dibaca dari sudut pandang sebaliknya, yaitu bahwa perusahaan dengan CAR yang kuat justru menikmati biaya modal yang lebih rendah karena dipersepsikan lebih aman oleh kreditur dan lembaga pemeringkat, sehingga menimbulkan kemungkinan hubungan simultan atau dua arah antara kedua variabel tersebut. Sayangnya, sebagian besar studi terdahulu masih memperlakukan biaya modal semata

sebagai variabel independen tanpa mempertimbangkan kemungkinan endogenitas ini, sehingga estimasi yang dihasilkan berpotensi bias jika tidak ditangani dengan teknik ekonometrika yang tepat seperti pendekatan simultan atau instrumental variable. Isu metodologis semacam ini turut menjadi catatan penting bagi pengembangan riset determinan CAR multifinance ke depan, mengingat sebagian besar studi yang disintesis dalam kajian ini masih mengandalkan model regresi panel standar tanpa koreksi endogenitas yang memadai.

4. Guncangan Makroekonomi Pasca-COVID-19 sebagai Determinan Kontemporer

Salah satu kontribusi penting kajian ini adalah menyoroti keterbatasan literatur yang secara eksplisit menguji peran guncangan makroekonomi terhadap CAR pada perusahaan multifinance pasca-COVID-19. Studi-studi yang tersedia, meski sebagian besar berfokus pada sektor perbankan, secara konsisten menunjukkan bahwa inflasi yang tinggi cenderung menekan kecukupan modal karena mendorong kenaikan biaya operasional dan menurunkan daya beli debitur, yang pada gilirannya meningkatkan risiko kredit macet dan menggerus kualitas aset yang menjadi basis perhitungan ATMR. Fluktuasi nilai tukar rupiah turut berkontribusi terhadap tekanan permodalan, terutama bagi perusahaan pembiayaan yang memiliki eksposur pendanaan dalam mata uang asing, sebagaimana tercermin dari depresiasi rupiah pasca pandemi yang meningkatkan beban kewajiban dalam denominasi rupiah.

Kenaikan suku bunga acuan Bank Indonesia sebagai respons terhadap tekanan inflasi global pasca-COVID-19 juga memiliki dampak ganda terhadap CAR multifinance: di satu sisi meningkatkan biaya dana (cost of fund) yang menekan profitabilitas dan pada akhirnya kemampuan akumulasi modal internal, namun di sisi lain turut mendorong perusahaan menerapkan kebijakan permodalan yang lebih konservatif sebagai antisipasi ketidakpastian, sejalan dengan logika buffer capital theory yang memprediksi perilaku prudent dalam kondisi ketidakpastian makro tinggi. Pola ini menunjukkan bahwa pengaruh guncangan makroekonomi terhadap CAR tidak selalu linear negatif, melainkan dapat memicu respons manajerial yang justru memperkuat kehati-hatian permodalan, tergantung pada kapasitas manajemen risiko masing-masing perusahaan.

Dimensi lain yang perlu dicermati adalah lag effect atau efek tunda dari guncangan makroekonomi terhadap kecukupan modal. Berbeda dengan dampak terhadap profitabilitas yang cenderung teramati secara kontemporer dalam periode yang sama, dampak guncangan makro terhadap kualitas aset dan pada akhirnya terhadap CAR seringkali baru terlihat pada periode

berikutnya, seiring dengan jatuh temponya kontrak pembiayaan yang terdampak pelemahan daya beli debitur. Sebagian besar studi yang disintesis dalam kajian ini belum secara eksplisit memodelkan struktur lag tersebut, sehingga estimasi dampak kontemporer semata berpotensi meremehkan (*underestimate*) pengaruh sesungguhnya dari guncangan makroekonomi terhadap kecukupan modal multifinance dalam jangka menengah. Hal ini membuka ruang metodologis bagi penelitian mendatang untuk mengadopsi model dinamis, misalnya melalui pendekatan Autoregressive Distributed Lag (ARDL) pada level agregat industri atau model panel dinamis pada level perusahaan, guna menangkap pola transmisi guncangan makro terhadap permodalan secara lebih akurat.

5. Tata Kelola Digital sebagai Determinan Non-Konvensional

Tata kelola digital, yang mencakup penerapan sistem informasi manajemen risiko berbasis teknologi, otomatisasi proses credit scoring, serta transparansi pelaporan keuangan secara digital, merupakan tema yang relatif baru muncul dalam literatur determinan CAR. Kelangkaan studi pada aspek ini konsisten dengan temuan pemetaan literatur pada bagian sebelumnya, namun logika teoretisnya cukup kuat: penerapan tata kelola digital yang baik berpotensi menurunkan biaya keagenan sebagaimana dijelaskan *agency theory* melalui peningkatan transparansi dan pengawasan, sekaligus mengirimkan sinyal positif kepada investor dan kreditur mengenai kualitas manajemen risiko perusahaan sesuai *signaling theory*. Perusahaan multifinance yang mengadopsi tata kelola digital secara matang diduga lebih mampu mendeteksi potensi kredit bermasalah secara dini, sehingga menekan pertumbuhan ATMR yang tidak terkendali dan pada akhirnya menjaga stabilitas rasio kecukupan modal, meskipun proposisi ini masih memerlukan pengujian empiris lebih lanjut mengingat keterbatasan literatur yang tersedia.

Tantangan utama dalam mengembangkan riset pada tema ini terletak pada operasionalisasi variabel tata kelola digital itu sendiri, mengingat belum tersedia instrumen pengukuran yang baku dan disepakati secara luas dalam konteks perusahaan pembiayaan di Indonesia. Sebagian kecil studi eksploratif yang ada cenderung menggunakan pendekatan kualitatif berbasis wawancara atau studi kasus, yang meskipun kaya secara kontekstual, sulit digeneralisasi dan belum dapat diintegrasikan ke dalam model kuantitatif determinan CAR secara langsung. Ke depan, pengembangan indeks komposit tata kelola digital yang mencakup dimensi seperti tingkat otomatisasi credit scoring, penggunaan analitik data dalam pemantauan risiko portofolio, serta transparansi pelaporan digital kepada regulator dan investor, akan sangat bermanfaat untuk

memungkinkan pengujian kuantitatif atas hubungan antara tata kelola digital dan kecukupan modal secara lebih rigid dan dapat direplikasi oleh peneliti lain.

6. Sintesis dan Kerangka Kontingensi

Secara keseluruhan, sintesis atas determinan-determinan tersebut mengarah pada satu benang merah penting, yaitu bahwa CAR pada perusahaan multifinance tidak dapat dijelaskan secara memadai hanya melalui pendekatan linear sederhana yang mengasumsikan hubungan tetap antar variabel. Inkonsistensi arah pengaruh yang ditemukan pada hampir seluruh determinan konvensional mengindikasikan perlunya kerangka kontingensi yang mempertimbangkan interaksi antara kondisi internal perusahaan, seperti strategi ekspansi dan kualitas tata kelola, dengan kondisi eksternal berupa guncangan makroekonomi. Kerangka ini menegaskan bahwa determinan yang sama dapat menghasilkan dampak berbeda terhadap CAR bergantung pada fase siklus ekonomi dan kapasitas adaptasi perusahaan, sebuah proposisi yang menjadi dasar penting bagi pengembangan model empiris pada penelitian-penelitian selanjutnya, khususnya yang menyorot konteks spesifik industri multifinance di Indonesia pasca-COVID-19.

7. Implikasi Teoretis dan Praktis

Temuan-temuan di atas memiliki sejumlah implikasi penting baik dari sisi pengembangan teori maupun praktik manajerial. Secara teoretis, kajian ini menunjukkan bahwa penerapan tunggal salah satu teori struktur modal konvensional, baik trade-off theory maupun pecking order theory, tidak cukup memadai untuk menjelaskan perilaku permodalan perusahaan multifinance yang beroperasi dalam lingkungan regulasi dan makroekonomi yang dinamis. Diperlukan pendekatan integratif yang menggabungkan perspektif struktur modal dengan perspektif kehati-hatian institusional sebagaimana ditawarkan buffer capital theory, sehingga model empiris mendatang idealnya memasukkan variabel interaksi antara faktor internal dan faktor makroekonomi, bukan sekadar memasukkan keduanya sebagai variabel independen yang berdiri sendiri-sendiri.

Dari sisi praktik, manajemen perusahaan pembiayaan perlu menyadari bahwa strategi menjaga kecukupan modal tidak dapat disamaratakan sepanjang siklus ekonomi; pada periode ketidakpastian makro tinggi seperti pasca-COVID-19, kebijakan permodalan yang konservatif dengan buffer di atas ambang batas minimum regulasi menjadi lebih relevan dibandingkan strategi optimalisasi struktur modal yang agresif. Selain itu, investasi pada tata kelola digital sebaiknya tidak semata dipandang sebagai upaya efisiensi biaya, melainkan juga sebagai instrumen strategis untuk memperkuat kualitas manajemen risiko yang pada gilirannya mendukung stabilitas

permodalan jangka panjang. Bagi regulator, hasil pemetaan ini juga mengisyaratkan perlunya pertimbangan siklus makroekonomi dalam menetapkan ambang batas kecukupan modal multifinance, mengingat tekanan yang dihadapi sektor ini pasca pandemi memiliki karakteristik yang berbeda dari sektor perbankan.

8. Keterbatasan Kajian

Sebagaimana lazimnya kajian literatur sistematis, penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu diakui secara jujur. Pertama, jumlah artikel yang secara spesifik meneliti perusahaan multifinance di Indonesia relatif terbatas dibandingkan artikel yang berfokus pada perbankan, sehingga sebagian sintesis terpaksa menggunakan analogi dan ekstrapolasi dari literatur perbankan yang secara struktural tidak sepenuhnya identik. Kedua, variasi proksi pengukuran CAR maupun determinannya antar studi menyulitkan perbandingan hasil secara presisi, karena perbedaan definisi operasional dapat menghasilkan perbedaan arah maupun kekuatan hubungan yang dilaporkan. Ketiga, keterbatasan akses terhadap sejumlah artikel yang terindeks pada basis data berbayar turut membatasi cakupan literatur yang dapat ditelaah secara mendalam. Keterbatasan-keterbatasan ini sekaligus menjadi peluang bagi penelitian mendatang untuk mengisi kekosongan yang ada, khususnya melalui studi empiris primer yang secara khusus dirancang untuk konteks multifinance Indonesia pasca-COVID-19.

KESIMPULAN

Kajian literatur sistematis ini menyimpulkan bahwa determinan Capital Adequacy Ratio pada perusahaan multifinance yang go public di Indonesia dapat dipetakan ke dalam tiga klaster utama, yaitu faktor profitabilitas dan efisiensi operasional, faktor struktur pendanaan dan kebijakan korporasi, serta faktor kontekstual pasca-COVID-19 berupa guncangan makroekonomi dan tata kelola digital. Sintesis atas sepuluh penelitian terdahulu memperlihatkan konsistensi pengaruh pada sebagian variabel seperti struktur modal dan laba ditahan, namun juga inkonsistensi yang cukup signifikan pada variabel profitabilitas, efisiensi operasional, dan ukuran perusahaan, yang mengindikasikan sifat hubungan yang kontingen terhadap konteks waktu dan strategi bisnis masing-masing perusahaan.

Penelitian ini menegaskan bahwa literatur mengenai peran guncangan makroekonomi pasca-COVID-19 dan tata kelola digital terhadap CAR multifinance di Indonesia masih sangat terbatas, sehingga menyisakan ruang penelitian yang luas bagi studi-studi empiris mendatang. Kebaruan

kajian ini terletak pada upaya mengintegrasikan kedua dimensi kontemporer tersebut ke dalam satu kerangka konseptual yang koheren dengan determinan-determinan konvensional yang telah mapan dalam literatur, sekaligus menawarkan kerangka kontingensi sebagai alternatif terhadap pendekatan linear sederhana yang selama ini mendominasi kajian empiris.

Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk mengembangkan model empiris yang secara eksplisit menguji efek moderasi guncangan makroekonomi terhadap hubungan determinan internal dan CAR, serta membangun instrumen pengukuran tata kelola digital yang valid dan reliabel bagi konteks perusahaan pembiayaan di Indonesia. Bagi regulator dan pelaku industri, temuan ini menggarisbawahi pentingnya kebijakan permodalan yang adaptif terhadap dinamika makroekonomi, serta perlunya dorongan transformasi digital yang tidak hanya berorientasi pada efisiensi operasional, tetapi juga pada penguatan tata kelola risiko dan permodalan jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, R., & Suryani, T. (2016). Determinan Capital Adequacy Ratio pada bank umum konvensional di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 20(3), 401-412.
- Alamsyah, F., & Ramadhan, I. (2022). Kebijakan dividen, laba ditahan, dan kecukupan modal: Studi pada perusahaan pembiayaan terbuka. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 10(2), 155-168.
- Athanasoglou, P. P., Delis, M. D., & Staikouras, C. K. (2015). Determinants of bank profitability in the South Eastern European region. *Journal of Financial Decision Making*, 11(1), 1-17.
- Dewi, N. K., & Pramana, G. (2019). Pengaruh BOPO, NPL, dan LDR terhadap Capital Adequacy Ratio bank umum. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 22(1), 45-58.
- Hapsari, D. W., & Kurniawan, B. (2021). Struktur modal dan kecukupan modal perusahaan pembiayaan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 12(3), 512-525.
- Kasmir, D. (2018). *Manajemen perbankan* (edisi revisi). Rajawali Pers.
- Kurniawan, D., Sangapan, L. H., & Suraji, R. (2024). Analisis keberhasilan pemasaran digital UMKM di Indonesia melalui pendekatan pluralistik Paul Feyerabend. *Fibonacci*, 1(2), 77–89. <https://inovanpublisher.org/fibonacci>
- Kurniawati, H., & Setiawan, D. (2023). Guncangan makroekonomi dan ketahanan modal lembaga keuangan non-bank pasca pandemi. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 24(1), 88-101.
- Mankiw, N. G. (2019). *Macroeconomics* (10th ed.). Worth Publishers.

- Manurung, A. H., & Sangapan, L. H. (2023). *Pasar Modal*. PT. Adler Manurung Press.
- Manurung, A., Hendriarto, P., Sangapan, L. H., & Manurung, A. H. (2025). *Pengaruh sustainability reporting terhadap nilai perusahaan: Kajian literatur sistematis*. *Jurnal Greenation of Indonesian Accounting (JGIA)*, 3(2), 70–80. <https://doi.org/10.38035/jgia.v3i2>
- Manurung, A., Manurung, A. H., Manurung, G., Sangapan, L. H., Manurung, G., & Simanjuntak, J. M. (2025). Free Cash Flow of Telecommunications Companies in Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Jagaditha*, 12(2), 258–268. <https://doi.org/10.22225/jj.12.2.2025.258-268>
- Manurung, A., Nababan, R., Manurung, J. S., Sangapan, L. H., & Manurung, A. H. (2025). Kajian sistematis terhadap regulasi perlindungan anak dalam kerangka hukum nasional dan internasional. *Imperium*, 1(1). <https://doi.org/10.38035/IMPERIUM.v1i1>
- Manurung, A., Nababan, R., Sihar, J., Sangapan, L. H., & Manurung, A. H. (2025). Kajian sistematis terhadap regulasi perlindungan anak. *Imperium*, 1(1), 1–12. <https://doi.org/10.62534/imperium.v1i1.5>
- Manurung, A., Sangapan, L. H., Manurung, A. H., & Machdar, N. M. (2025). Strategi sumber daya manusia untuk meningkatkan kinerja organisasi berbasis sustainability. *Journal of Social and Human Resource Research (JSHR)*, 1(2), 55–60. <https://journal.adlermanurungpress.com/index.php/jshr/article/view/36>
- Manurung, A., Sangapan, L. H., Paryanti, A. B., & Manurung, A. H. (2025). *Tren dan arah penelitian akuntansi keuangan: Sebuah systematic literature review tahun 2010–2025*. *Dinasti Accounting Review (DAR)*, 3(1), 12–24. <https://doi.org/10.38035/dar.v3i1>
- Manurung, G., Ali, H., Manurung, A. H., & Sangapan, L. H. (2025). Kebiasaan berutang di era digital: Kontribusi budaya hemat dan akses pinjaman online terhadap kesehatan keuangan rumah tangga. *Jurnal Citra Manajemen dan Bisnis*, 13(2), 63–78. <https://doi.org/10.63607/jcmb.v13i2>
- Manurung, G., Manurung, C., Sangapan, L. H., & Manurung, A. H. (2025). Tren dan isu dalam manajemen SDM di sektor publik: Studi literatur. *Jurnal Shr*, 1(1), 44–53. <https://doi.org/10.38035/jshr.v1i1>
- Manurung, G., Suraji, R., Manurung, A. H., & Hakim, L. S. (2025). Philosophy behind strategy: Reconstructing the theoretical foundation of strategic management in a disruptive era.

- Journal of Business and Economics*, 3(3), 284–300. <https://doi.org/10.61597/jbe-ogzrp.v3i3.114>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Nugroho, A. S., & Wardani, D. K. (2020). Dana pihak ketiga dan Capital Adequacy Ratio: Bukti empiris dari perbankan syariah. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 7(4), 621-634.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2018). Peraturan OJK Nomor 35/POJK.05/2018 tentang Penyelenggaraan Usaha Perusahaan Pembiayaan. OJK.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2024). Peraturan OJK Nomor 46 Tahun 2024 tentang Perubahan atas POJK Nomor 35/POJK.05/2018. OJK.
- Paryanti, A. B., & Sangapan, L. H. (2025). *Makna keadilan dalam transaksi bisnis syariah: Studi fenomenologi pada pelaku UMKM di Indonesia*. *Jurnal Humaniora, Ekonomi, dan Sosial Masyarakat (JHESM)*, 3(3), 61–72.
- Paryanti, A. B., Sangapan, L. H., & Manurung, A. H. (2025). Peran mentorship dalam membentuk karakter wirausaha generasi Z. *Jurnal Kewirausahaan dan Manajemen Terapan*, 3(2), 44–53. <https://doi.org/10.38035/jkmt.v3i2>
- Paryanti, A. B., Suraji, R., & Sangapan, L. H. (2025). Paradigma pengambilan keputusan dan interpretasi menggunakan model kuhn. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi (JEKMA)*, 4(1), 14–20.
- Prasetyo, W., & Handayani, S. (2024). Tata kelola digital dan kinerja permodalan perusahaan pembiayaan pasca COVID-19. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, 9(1), 33-47.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Sangapan, L. H., Manurung, C., & Manurung, A. H. 2025. Strategi Inovasi Produk Berbasis Riset Pasarpada Perusahaan Start-Up. 1(1), 34–43.
- Sangapan, L. H. (2025). Pengaruh kepemimpinan strategis dan moral terhadap kinerja keuangan perusahaan: Peran mediasi komitmen organisasi sebagai dampak dari kepercayaan organisasional – Studi literatur sistematis. *Jurnal Penelitian Manajemen dan Publik (JPMP)*, 13(2). <https://doi.org/10.63607/jcmb.v13i2>

- Sangapan, L. H. (2025). *Peran influencer dalam komunikasi pemasaran: Sebuah tinjauan sistematis literatur internasional*. Jurnal Komunikasi dan Ilmu Sosial (JKIS), 3(3), 129–141. <https://doi.org/10.38035/jkis.v3i3>
- Sangapan, L. H., & Manurung, A. H. (2025). Peran budaya organisasi dalam implementasi manajemen sumber daya manusia strategik. *Journal of Social and Human Resource Research (JSHR)*, 1(2), 1–7. <https://journal.adlermanurungpress.com/index.php/js/hr/article/view/32>
- Santoso, B., & Wahyuni, E. T. (2017). Analisis faktor-faktor yang memengaruhi Capital Adequacy Ratio pada bank pembangunan daerah. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 17(2), 210-223.
- Sari, M. P., & Utomo, S. (2022). Biaya modal dan struktur pendanaan sebagai determinan kecukupan modal perusahaan pembiayaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(3), 299-312.
- Sugiyono. (2021). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Wibowo, A., & Syafitri, L. (2020). Dampak pandemi COVID-19 terhadap restrukturisasi kredit dan kecukupan modal perusahaan pembiayaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 17(2), 145-160.
- Yulianto, A., & Nugraha, R. (2025). Interaksi guncangan makroekonomi dan faktor spesifik perusahaan terhadap kecukupan modal multifinance di Indonesia. *Jurnal Manajemen Keuangan Terapan*, 13(1), 1-19.