

PENGARUH PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP STRUKTUR MODAL DENGAN SUKU BUNGA BI SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Tania Alvianita Pramudya¹, Jonnardi², M. F. Djeny Indrajati³

¹ Program Studi Akuntansi, Universitas Tarumanagara

Email: tania.127202012@stu.untar.ac.id

² Program Studi Akuntansi, Universitas Tarumanagara

Email: jonnardi@fe.untar.ac.id

³ Program Studi Akuntansi, Universitas Tarumanagara

Email: djenii@fe.untar.ac.id

Abstrak

Selama pandemi covid-19 melanda, perusahaan-perusahaan mengalami penurunan penjualan bahkan mengalami rugi. Hal ini mengakibatkan banyak negara dan perusahaan yang bertahan (*survive*) dan membiayai rakyatnya dengan utang. Ada faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan, seperti profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan suku bunga BI. Untuk menguji pengaruhnya, digunakan sampel dari perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menggunakan analisis regresi berganda. Dan diperoleh hasil bahwa semua variabel kecuali pertumbuhan penjualan memberikan pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Kata kunci : struktur modal, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, suku bunga

Abstract

During the covid-19 pandemic, companies experienced a decline in sales and even experienced losses. This has resulted in many countries and companies surviving and financing their people with debt. There are factors that affect the company's capital structure, such as profitability, liquidity, sales growth, and BI interest rates. To test the effect, a sample of non-financial sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) was used using multiple regression analysis. And the result is that all variables except sales growth have a significant effect on capital structure.

Keywords : capital structure, profitability, liquidity, sales growth, interest rates

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Sumber daya paling utama yang dibutuhkan perusahaan untuk dapat menjalankan kegiatan bisnisnya adalah modal. Modal adalah pinjaman dalam jangka waktu tertentu yang perusahaan miliki, dan juga segala hal yang berada pada bagian kanan neraca perusahaan kecuali kewajiban yang saat ini. Modal digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional dan investasi perusahaan. Modal dapat berasal dari setoran pemegang saham maupun dari utang. (Rufina et al., 2015)

Selama pandemi covid-19 melanda, perusahaan-perusahaan mengalami penurunan penjualan bahkan mengalami rugi. Hal ini mengakibatkan banyak negara dan perusahaan yang bertahan (*survive*) dan membiayai rakyatnya dengan utang. Adanya kebijakan *lockdown* membuat sebagian besar negara menunjukkan *debt stress* atau utang yang tidak habis-habis (Putri, 2021). Sejumlah perusahaan melakukan pemotongan gaji, bahkan pemutusan hubungan kerja (PHK). Seperti dalam *pecking order theory*, penggunaan utang menjadi pilihan kedua yang diambil para manajer keuangan untuk menyelamatkan perusahaan.

Terkait utang yang kian menumpuk, baru-baru ini utang Amerika Serikat dan Evergrande meningkat. Utang AS saat ini mencapai US\$ 26,95 triliun atau sekitar Rp 386,36 ribu triliun. Pemerintah AS blak-blakan mengatakan kehabisan uang dan terancam gagal membayar utang-utangnya (Afriyadi, 2021). Oleh karena itu, pemerintah AS saat ini tengah mendorong kenaikan batas uang (*debt ceiling*). Evergrande, perusahaan properti terbesar kedua di China tersebut terjerat utang senilai US\$ 300 miliar atau senilai Rp 4.278 triliun. Utang ini merupakan rekor dunia yang akan berdampak luas ke berbagai pihak, antara lain bank, para pemasok, investor, dan pembeli rumah (Andriyanto, 2021). Hal ini sesuai dengan *trade off theory*, dimana perusahaan hanya boleh memanfaatkan utang hanya sampai titik tertentu. Jika dilihat dari kasus Evergrande, perusahaan ini mencapai titik mengalami kerugian dari biaya kesulitan keuangan (*cost financial distress*) yang dikhawatirkan akan mengakibatkan adanya kebangkrutan.

Disaat mata dunia menyorot Evergrande, sejak tahun 2014 hutang Indonesia juga terus mengalami peningkatan. Dalam Statistik Utang Luar Negeri Indonesia, tidak hanya pemerintah yang memiliki utang luar negeri dalam jumlah besar, tetapi berbagai perusahaan swasta juga. Bila dilihat menurut sektor ekonominya, jasa keuangan dan ekonomi memiliki jumlah posisi utang luar negeri mencapai 79.532 juta USD pada bulan Agustus 2021 dan merupakan sektor dengan posisi utang luar negeri paling banyak jika dibandingkan sektor lainnya. Sedangkan sektor penyediaan akomodasi dan penyediaan makan minum memiliki jumlah hutang luar negeri yang paling sedikit yaitu sebesar 460 juta USD pada bulan Agustus 2021. Adapun Negara Singapura merupakan negara pemberi utang terbesar dengan jumlah utang mencapai 63.902 juta USD pada bulan Agustus 2021 (Bank Indonesia, 2021).

Tabel 1 Struktur Modal Perusahaan di Indonesia dari IMF

Ket	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
						Q1	Q2
Utang	5.677.811	6.172.340	6.819.723	7.194.103	7.784.024	7.893.948	7.994.820
Modal	955.587	1.107.881	1.214.381	1.332.979	1.352.086	1.338.351	1.372.706
DER	594,17%	557,13%	561,58%	539,70%	575,70%	589,83%	582,41%

Sumber : SSKI BI, 2019

Berdasarkan metodologi *Financial Soundness Indicators (FSI) Compilation Guide* dari IMF, struktur modal perusahaan di Indonesia adalah sebesar 594,17 % untuk tahun 2016, 557,13 % untuk tahun 2017, 561,58 % untuk tahun 2018, 539,70 % untuk tahun 2019, 575,70 % untuk tahun 2020, dan 582,41 % untuk Q2 tahun 2021. Dimana Pada Q2 tahun 2021, jumlah hutang Perusahaan di Indonesia sebesar Rp 7.994.820 Milliar dan Modal perusahaan di Indonesia sebesar Rp 1.372.706 Miliar (Bank Indonesia, 2021). Kebanyakan perusahaan menggunakan modal pribadinya untuk membiayai biaya-biaya perusahaan sesuai dengan *Pecking Order Theory*. Namun hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia lebih banyak menggunakan hutang sebagai modal. Apalagi dengan menurunnya omset selama pandemi covid-19, perusahaan-perusahaan banyak yang menunda pembayaran utang, bahkan melakukan restrukturisasi kredit. Oleh karena itu, penulis ingin mengetahui apakah memang penggunaan hutang sebagai modal merupakan pilihan terbaik di situasi pandemic ini. Perlu diteliti lebih jauh apakah perusahaan akan lebih cenderung menggunakan utang sebagai modalnya. Ada berbagai hal yang dapat mempengaruhi struktur modal seperti profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, pertumbuhan asset, pertumbuhan penjualan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, risiko bisnis, pajak, dan suku bunga BI.

Dimana profitabilitas perusahaan non-perbankan hampir sebagian besar mengalami penurunan selama pandemic. Misalnya saja PT Adaro Energy Tbk (ADRO) yang mengalami

penurunan pendapatan sebesar 25% yoy menjadi US\$2,65 milyar. Dimana akibat ekonomi global yang belum kondusif akibat pandemic covid 19 mengakibatkan kondisi pasar batu bara mengalami kesulitan hingga menekan profitabilitas perusahaan (Ulfah, 2020). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi lebih memilih menggunakan modal internal dari laba ditahan daripada menggunakan modal eksternal dari utang (Syamsiyah, 2014). Di sisi lain, perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menarik lebih banyak investor, sehingga diperlukan adanya pembagian dividen yang mengakibatkan berkurangnya laba ditahan. Pada akhirnya, perusahaan juga membutuhkan modal eksternal dari utang (Dewi & Lestari, 2014). Sehingga terdapat perbedaan hasil antara pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.

Dilansir dari CNBC, pandemic covid 19 juga memberikan dampak signifikan terhadap arus kas perusahaan Indonesia, sehingga sebagian besar mengalami tekanan likuiditas dan risiko pembiayaan yang tinggi (Sidik, 2020). Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi, lebih sedikit menggunakan hutang dalam struktur modalnya (Gharaibeh & AL-Tahat, 2020). Namun, dengan likuiditas yang tinggi, justru perusahaan lebih banyak menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya (Chandra, 2014).

Menurut Kontan.co.id, sales growth PT Ace Hardware Indonesia Tbk (ACES) mengalami penurunan hingga 19,3% pada Februari 2021. Hal ini terjadi dikarenakan adanya kebijakan Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) atas pandemi covid 19 (Intan, 2021). Tidak jauh berbeda, PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk. (AMRT) terjadi penurunan sales growth sebesar 11% pada kuartal II/2020 yang merupakan rekor selama 10 tahun terakhir (Situmorang, 2020). Perusahaan perlu lebih banyak mengandalkan modal eksternal untuk pembiayaan pertumbuhan penjualan yang semakin besar (Awaluddin et al., 2019).

Di sisi lain, kebijakan pemerintah juga membawa pengaruh penting untuk perusahaan-perusahaan. Misalnya saja, tingkat suku bunga mempengaruhi perusahaan. Sebagian besar perusahaan menyimpan dana atau meminjam dana melalui bank. Karena tingginya suku bunga yang ditawarkan, perusahaan memilih menjaga rasio struktur modal untuk kepentingan terbaik perusahaan (Hussain et al., 2020).

Sehingga berdasarkan latar belakang diatas, peneliti bermaksud untuk menguji pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal dengan suku bunga BI sebagai variabel moderasi.

KAJIAN PUSTAKA dan PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kerangka Teori

Menurut *Trade Off Theory* yang diungkapkan oleh Modigliani dan Miller (1963), perlindungan pajak berkaitan dengan hutang yang dimaksimalkan dan biaya kebangkrutan berkaitan dengan hutang yang diminimalkan. Struktur modal yang optimal dapat digambarkan dengan menyeimbangkan antara keuntungan penghematan pajak (*tax shields*) dari penggunaan hutang dengan kerugian dari biaya kesulitan keuangan (*cost financial distress*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Semakin besar penggunaan hutang, semakin besar keuntungan penghematan pajak, semakin besar pula biaya kesulitan keuangan dan biaya keagenan, sehingga akan menurunkan nilai perusahaan. Jadi, keuntungan penghematan pajak dari penggunaan hutang hanya dapat dilakukan hingga titik tertentu. Menurut teori ini, perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi akan berusaha mengurangi pajak dengan meningkatkan rasio hutang. Namun pada kenyataannya, manajer keuangan jarang sekali berpikir untuk menambah hutang agar dapat mengurangi pajak.

Di sisi lain menurut *pecking order theory*, perusahaan cenderung menggunakan modal internal sebanyak mungkin untuk mendanai biaya-biaya di perusahaan. Penggunaan utang merupakan pilihan kedua dalam teori ini karena adanya *transaction cost* yang diperlukan saat memperoleh utang (modal eksternal). Hierarki pendanaan menurut teori ini adalah modal internal dari laba ditahan, penggunaan utang dengan menerbitkan obligasi, dan penerbitan saham. Perusahaan lebih memilih tidak menggunakan utang bukan karena *debt ratio* tetapi karena perusahaan akan menggunakan modal eksternal setelah modal internal tidak mencukupi.

Sedangkan *market timing theory* didasarkan pada situasi yang terjadi di pasar sehingga diperlukan kecermatan, kecepatan, dan ketepatan dalam menganalisis dan bertindak. Menurut Baker dan Wurgler (2002), terdapat 3 hal penting dalam teori ini, yaitu :

1. Saat nilai perusahaan meningkat, perusahaan cenderung menerbitkan sahamnya.
 2. Saat cost of equity rendah, perusahaan cenderung menerbitkan sahamnya.
 3. Saat investor antusias pada prospek saham, perusahaan cenderung menerbitkan sahamnya.
- Perusahaan akan menerbitkan sahamnya saat *market to book* tinggi dan membeli kembali sahamnya saat *market to book* rendah. Teori ini memanfaatkan fluktuasi sementara harga saham, akibatnya hal ini berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Menurut Fabozzi & Peterson (2003), struktur modal adalah kombinasi dari hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai perusahaan. Menurut Riyanto (2001), struktur modal dibagi menjadi 2, yaitu modal sendiri dan modal asing. Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan (pihak internal). Pada perusahaan berbentuk perseroan terbatas (PT), modal sendiri dibagi menjadi dua, yaitu modal saham dan laba ditahan. Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan (pihak eksternal). Modal asing atau biasa disebut utang, dibagi menjadi 2, yaitu utang jangka pendek (*short term debt*) dan utang jangka panjang (*long term debt*).

Pengembangan Hipotesis

Profitabilitas merupakan rasio untuk menilai perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2012). Berdasarkan penelitian Syamsiyah (2014) profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi lebih memilih menggunakan modal internal dari laba ditahan (*retained earnings*) daripada menggunakan modal eksternal dari utang. Hasil ini didukung oleh penelitian Mota & Moreira (2014), Awaluddin et al. (2019), Zavala & Salgado (2019), serta Hussain et al. (2020). Hal ini sejalan dengan trade off theory yang menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas, kemungkinan biaya kebangkrutannya akan lebih rendah (Assfaw, 2020). Sedangkan menurut Dewi & Lestari (2014), profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menarik lebih banyak investor, sehingga diperlukan adanya pembagian dividen yang mengakibatkan berkurangnya laba ditahan. Pada akhirnya, perusahaan juga membutuhkan modal eksternal dari utang. Hasil ini didukung oleh penelitian (Rufina et al., 2015), Albart et al. (2020), Assfaw (2020), Chow (2019), Gharaibeh & AL-Tahat (2020), Hadinugroho et al. (2018), Júnior et al. (2019), Otekunrin et al. (2020), Ponce et al. (2019), Salgado & Martinez (2018), dan Tran (2015). Sehingga penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Likuiditas adalah rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Horne & Wachowicz, 2008). *Pecking order theory* mendukung penelitian Hadi et al. (2016) dimana perusahaan dengan likuiditas tinggi, lebih sedikit menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Berdasarkan penelitian Gharaibeh & AL-Tahat (2020), likuiditas berpengaruh negative terhadap struktur modal. Perusahaan dengan tingkat

likuiditas yang tinggi, lebih sedikit menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Hasil ini didukung juga oleh penelitian Buchari et al. (2016). Sedangkan menurut Chandra (2014), likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dengan likuiditas yang tinggi, justru perusahaan lebih banyak menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. Hasil ini didukung oleh Hadinugroho et al. (2018), Haron (2018), Mota & Moreira (2014), Ponce et al. (2019), dan Prieto et al. (2019). Sehingga penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut :

H2 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Menurut Widarjo dan Setiawan (2009), kemampuan perusahaan dalam menjalankan target dan strateginya disebut juga pertumbuhan penjualan. Perusahaan dengan *sales growth* rendah cenderung memilih menggunakan modal sendiri daripada modal eksternal sesuai *pecking order theory* (Rufina et al., 2015). Berdasarkan penelitian Awaluddin et al. (2019), pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Perusahaan harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal untuk pembiayaan pertumbuhan penjualan yang semakin besar. Hasil ini didukung oleh juga oleh penelitian Fenyves et al. (2020). Sehingga berdasarkan hasil penelitian terdahulu di atas, penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut :

H3 : Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal

Suku bunga BI adalah suku bunga kebijakan BI yang mencerminkan sikap (*stance*) kebijakan moneter yang ditetapkan oleh BI (Raharjo & Elida, 2015). Berdasarkan hasil penelitian Hussain et al. (2020), suku bunga berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Karena tingginya suku bunga yang ditawarkan, perusahaan memilih menjaga rasio struktur modal untuk kepentingan terbaik perusahaan. Sehingga penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut :

H4 : Suku bunga BI berpengaruh positif terhadap struktur modal

Menurut Hussain et al. (2020), perusahaan lebih memilih menjaga struktur modal untuk kepentingan perusahaan, sedangkan profitabilitas sendiri memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Seperti penelitian Albart et al. (2020) dimana semakin tinggi profitabilitas, semakin kecil kebutuhan pendanaan eksternal. Di sisi lain, investor mengharuskan pembagian dividen yang berakibat pada penurunan laba ditahan (Rufina et al., 2015). Sehingga penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut :

H5 : Suku bunga BI mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Menurut Hussain et al. (2020), perusahaan lebih memilih menjaga struktur modal untuk kepentingan perusahaan, sedangkan likuiditas sendiri memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Tingkat likuiditas tinggi mengakibatkan perusahaan lebih sedikit menggunakan hutang (Hadi et al., 2016). Di sisi lain, dengan meningkatnya likuiditas, manajemen dapat menggunakan sumber daya tersebut untuk melunasi utang (Buchari et al., 2016). Sehingga penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut :

H6 : Suku bunga BI mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal

Menurut Hussain et al. (2020), perusahaan lebih memilih menjaga struktur modal untuk kepentingan perusahaan, sedangkan pertumbuhan penjualan sendiri memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Perusahaan dengan *sales growth* rendah cenderung memilih menggunakan modal sendiri daripada modal eksternal sesuai *pecking order theory* (Rufina et al., 2015). Sebaliknya perusahaan dengan *sales growth* tinggi, cenderung menggunakan hutang lebih besar (Awaluddin et al., 2019). Sehingga penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut :

H7 : Suku bunga BI mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Desain penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah desain penelitian kausal dengan aplikasi yang akan digunakan untuk mengolah data adalah aplikasi eviews. Alasan pemilihan populasi adalah karena perusahaan non keuangan umumnya memiliki karakteristik penilaian rasio keuangan yang sama, jika dibandingkan dengan perusahaan sektor keuangan. Periode yang digunakan adalah sejak diberlakukannya Amandemen PSAK 65 Laporan Keuangan Konsolidasian tentang Entitas Investasi : Penerapan Pengecualian Konsolidasi berlaku secara efektif yaitu 2016 hingga tahun 2020. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. sebanyak 649 perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di BEI (Dewan Standar Akuntansi Keuangan Ikatan Akuntan Indonesia, 2020). Untuk metode pengambilan sampel akan digunakan metode *non-profitability sampling*. Sampel akan diambil peneliti berdasarkan kriteria berikut :

Tabel 2 Kriteria Pemilihan Sampel

Kriteria Pemilihan Sampel	Total
Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2016 - 2020	649
Perusahaan tidak menyediakan data Laporan Tahunan secara lengkap selama periode 2016 - 2020	(244)
Perusahaan mengalami kerugian selama 5 tahun periode	(231)
Perusahaan tidak menyediakan informasi yang lengkap mengenai variabel dalam penelitian	(0)
Total Sampel	174

Berikut ini adalah penjelasan mengenai operasionalisasi variabel penelitian :

Tabel 3 Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Rumus	Skala
Profitabilitas	$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$ Gupta & Newberry (1997)	Rasio
Likuiditas	$CR = \frac{\text{Kas dan Setara Kas}}{\text{Kewajiban Jangka Pendek}}$ Kasmir (2012)	Rasio
Pertumbuhan Penjualan	$SG = \frac{\text{Sales Tahun ini} - \text{Sales Tahun Lalu}}{\text{Sales Tahun Lalu}}$ Horne & Wachowicz (2008)	Rasio
Struktur Modal	$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total modal}}$ Riyanto (2001)	Rasio
Suku Bunga BI	Diperoleh dari situs Bank Indonesia	Rasio

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan tabel 4, dapat disimpulkan bahwa statistik deskriptif dengan jumlah sampel 870 perusahaan, variabel struktur modal memiliki nilai minimum sebesar 0.003465 dan nilai maximum 13.54323. Rata-rata struktur modal menunjukkan hasil 1.051053 dengan median 0.782641. Nilai standar deviasi struktur modal adalah sebesar 1.016923 (dibawah rata-rata), artinya struktur modal memiliki tingkat variasi data yang rendah. Serta nilai Jarque-Bera yaitu sebesar 39459.78.

Variabel profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar 0.000281 dan nilai maximum 0.800696. Rata-rata profitabilitas menunjukkan hasil 0.076608 dengan median 0.053242. Nilai

standar deviasi profitabilitas adalah sebesar 0.085156 (diatas rata-rata), artinya profitabilitas memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Serta nilai Jarque-Bera yaitu sebesar 12783.53.

Variabel likuiditas memiliki nilai minimum sebesar 0.005277 dan nilai maximum 92.67571. Rata-rata likuiditas menunjukkan hasil 0.854259 dengan median 0.348402. Nilai standar deviasi likuiditas adalah sebesar 3.314210 (diatas rata-rata), artinya likuiditas memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Serta nilai Jarque-Bera yaitu sebesar 16655271.

Variabel pertumbuhan penjualan memiliki nilai minimum sebesar 0.037447 dan nilai maximum 24.99361. Rata-rata pertumbuhan penjualan menunjukkan hasil 1.131461 dengan median 1.056958. Nilai standar deviasi pertumbuhan penjualan adalah sebesar 0.942183 (dibawah rata-rata), artinya pertumbuhan penjualan memiliki tingkat variasi data yang rendah. Serta nilai Jarque-Bera yaitu sebesar 8357497.

Variabel suku bunga BI memiliki nilai minimum sebesar 0.177083 dan nilai maximum 0.250000. Rata-rata suku bunga BI menunjukkan hasil 0.207639 dengan median 0.208333. Nilai standar deviasi suku bunga BI adalah sebesar 0.026128 (diatas rata-rata), artinya suku bunga BI memiliki tingkat variasi data yang rendah. Serta nilai Jarque-Bera yaitu sebesar 67.15856.

Tabel 4 Hasil Uji Statistik Deskriptif

	DER	ROA	CR	SG	SBI
Mean	1.051053	0.076608	0.854259	1.131461	0.207639
Median	0.782641	0.053242	0.348402	1.056958	0.208333
Maximum	13.54323	0.800696	92.67571	24.99361	0.250000
Minimum	0.003465	0.000281	0.005277	0.037447	0.177083
Std. Dev.	1.016923	0.085156	3.314210	0.942183	0.026128
Jarque-Bera	39459.78	12783.53	16655271	8357497.	67.15856
Observations	870	870	870	870	870

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Pemilihan model haruslah dilakukan dengan tepat/sesuai berdasarkan karakteristik data untuk menjawab tujuan penelitian. Pertama-tama dilakukan Chow Test, nilai Prob. Cross-section Chi-Square adalah sebesar $0.0000 < 0.05$, maka model yang akan dipilih adalah Fixed Effect (FE) model. Selanjutnya, dilakukan Hausman Test, nilai Prob. adalah sebesar $0.0084 < 0.05$, maka model yang akan dipilih adalah Fixed Effect (FE) model.

Tabel 5 Uji Koefisien Determinasi dan Uji Simultan (Uji F)

Weighted Statistics			
R-squared	0.971580	Mean dependent var	3.167360
Adjusted R-squared	0.964311	S.D. dependent var	2.506823
S.E. of regression	0.534454	Sum squared resid	197.6635
F-statistic	133.6565	Durbin-Watson stat	1.518819
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Berdasarkan table di atas, hasil uji koefisien determinasi menunjukkan nilai sebesar 97,16% yang menyatakan bahwa keempat variable bebas dapat menjelaskan variasi data struktur modal untuk 97,16% dan variabel lain sebesar 2,84%. Nilai yang cukup besar ini memberikan kepastian bahwa variabel struktur modal merupakan variabel determinan dari perusahaan industry non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain ini hasil uji simultan (Uji F) di atas, nilai Prob(F-statistik) adalah sebesar $0.000000 < 0.05$, sehingga variabel profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan suku bunga BI secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Tabel 6 Uji Parsial (Uji t)

Variable	Without Moderating Variable	With SBI as Moderating Variable
----------	-----------------------------	---------------------------------

	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0,939231	0,0000	1,071883	0,0000
ROA	0,158331	0,0126	1,094646	0,0454
CR	-0,002271	0,0091	0,071458	0,0000
SG	0,002475	0,7430	-0,221553	0,0839
SBI	0,475978	0,0000	-0,315176	0,6608
ROA x SBI			-4,863877	0,0531
CR x SBI			-0,414857	0,0000
SG x SBI			1,273625	0,0499

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Berdasarkan hasil uji parsial (Uji t) di atas, nilai Prob. variable profitabilitas adalah sebesar $0.0126 < 0.05$, dimana variable profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah positif sesuai dengan t-Statistic sebesar 2.500087. Sehingga hasil pengujian diatas tidak mendukung hipotesis H1 yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil pengujian ini sejalan dengan penelitian Syamsiyah (2014) dimana profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi lebih memilih menggunakan modal internal dari laba ditahan (*retained earnings*) daripada menggunakan modal eksternal dari utang. Hasil ini didukung oleh penelitian Mota & Moreira (2014), Awaluddin et al. (2019), Zavala & Salgado (2019), serta Hussain et al. (2020). Sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas, kemungkinan biaya kebangkrutannya akan lebih rendah (Assfaw, 2020).

Berdasarkan hasil uji parsial (Uji t) di atas, nilai Prob. variable likuiditas adalah sebesar $0.0091 < 0.05$, sehingga variable likuiditas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah negatif sesuai dengan t-Statistic sebesar -2.614800. Sehingga hasil pengujian diatas mendukung hipotesis H2 yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sesuai dengan penelitian Chandra (2014) dimana likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dengan likuiditas yang tinggi, justru perusahaan lebih banyak menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. Hasil ini didukung oleh Hadinugroho et al. (2018), Haron (2018), Mota & Moreira (2014), Ponce et al. (2019), dan Prieto et al. (2019).

Berdasarkan hasil uji parsial (Uji t) di atas, nilai Prob. variable pertumbuhan penjualan adalah sebesar $0.7430 > 0.05$, sehingga variable pertumbuhan penjualan memberikan pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal. Hal ini sejalan dengan penelitian Hussain et al. (2020), Júnior et al. (2019), Maryanti (2016), Prieto et al. (2019), dan Rufina et al. (2015) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh secara signifikan. Tetapi berbeda dengan hasil penelitian Awaluddin et al. (2019) dan Fenyves et al. (2020) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil uji parsial (Uji t) di atas, nilai Prob. variable suku bunga BI adalah sebesar $0.0000 < 0.05$, dimana variable suku bunga BI berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah positif sesuai dengan t-Statistic sebesar 6.233656. Sehingga hasil pengujian diatas mendukung hipotesis H4 yang menyatakan bahwa suku bunga BI berpengaruh positif terhadap struktur modal. Karena tingginya suku bunga yang ditawarkan, perusahaan memilih menjaga rasio struktur modal untuk kepentingan terbaik perusahaan.

Sebagai variable bebas, suku bunga BI berpengaruh signifikan pada tingkat 5%, sedangkan sebagai variable moderasi, suku bunga BI tidak berpengaruh signifikan pada tingkat 5%. Hal ini menunjukkan bahwa suku bunga BI bukan merupakan variable pemoderasi terhadap hubungan

profitabilitas, liabilitas, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal, sesuai dengan hasil dari penelitian Jonnardi (2016).

Hasil penelitian juga menunjukkan nilai Prob. sebesar $0,0531 > 0,05$ yang berarti bahwa suku bunga BI berpengaruh negatif, namun tidak signifikan dalam memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan struktur modal. Hal ini berarti hipotesis H5 ditolak. Dapat dilihat bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan sebelum dimoderasi, namun berpengaruh negative signifikan setelah dimoderasi sehingga dapat dikatakan bahwa suku bunga BI meningkatkan pengaruh negative antara profitabilitas dengan struktur modal tetapi pengaruhnya tidak signifikan sesuai dengan penelitian Jonnardi (2016). Tidak signifikan ini disebabkan karena dalam meningkatkan profitabilitas atau keuntungan suatu perusahaan agar memperoleh struktur modal yang baik tidak dipengaruhi oleh tingkat suku bunga BI yang berlaku. Adanya perubahan tingkat suku bunga BI, mengakibatkan perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi cenderung akan lebih banyak menggunakan utang untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Sedangkan Prob. menunjukkan nilai $0,0000$ dan $0,0499 > 0,005$ yang mana masing-masing untuk pengaruh moderasi suku bunga BI dalam mempengaruhi likuiditas dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa H6 dan H7 diterima yang berarti bahwa suku bunga BI merupakan variable moderasi murni terhadap hubungan antara likuiditas dan pertumbuhan penjualan dengan struktur modal. Hal ini sejalan dengan penelitian Hussain et al. (2020) dimana perusahaan lebih memilih menjaga struktur modal untuk kepentingan perusahaan, sedangkan likuiditas dan pertumbuhan penjualan sendiri memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Tingkat likuiditas tinggi mengakibatkan perusahaan lebih sedikit menggunakan hutang (Hadinugroho et al., 2018), hal ini diperkuat dengan tingginya tingkat suku bunga BI yang berlaku. Perusahaan dengan *sales growth* rendah cenderung memilih menggunakan modal sendiri daripada modal eksternal sesuai *pecking order theory* (Rufina et al., 2015), hal ini disebabkan karena kebutuhan dana yang digunakan untuk pembiayaan pertumbuhan rendah (Awaluddin et al., 2019). Apalagi dengan tingkat suku bunga BI yang tinggi, tentunya akan menyebabkan perusahaan lebih mempertimbangkan ulang untuk membayar biaya bunga pinjaman yang tinggi.

Secara sistematis, persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = 0.939231 + 0.158331ROA - 0.002271CR + 0.002475SG + 0.475978SBI - 4,863877ROA*SBI - 0.414857CR*SBI + 1.273625SG*SBI + e$$

Dimana :
DER = Kinerja Keuangan Perbankan
ROA = Profitabilitas
CR = Likuiditas
SG = Pertumbuhan Penjualan
SBI = Suku Bunga BI
e = Standard Error

Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai koefisien ROA adalah sebesar 0.158331, artinya dengan asumsi ROA tetap. Maka setiap peningkatan struktur modal sebesar 1% akan meningkatkan profitabilitas sebesar 0.158331%. Nilai koefisien CR adalah sebesar - 0.002271, artinya dengan asumsi CR tetap. Maka setiap peningkatan struktur modal sebesar 1% akan menurunkan likuiditas sebesar 0.002271%. Nilai koefisien SG adalah sebesar 0.002475, artinya dengan asumsi SG tetap. Maka setiap peningkatan struktur modal sebesar 1% akan

meningkatkan pertumbuhan penjualan sebesar 0.002475%. Nilai koefisien SBI adalah sebesar 0.475978, artinya dengan asumsi SBI tetap. Maka setiap peningkatan struktur modal sebesar 1% akan meningkatkan suku bunga BI sebesar 0.475978%. Nilai koefisien moderasi SBI dalam mempengaruhi ROA adalah sebesar -4.863877 , artinya dengan asumsi SBI dan ROA tetap. Maka setiap peningkatan struktur modal sebesar 1% akan menurunkan moderasi suku bunga BI dalam mempengaruhi profitabilitas sebesar 4.863877%. Nilai koefisien moderasi SBI dalam mempengaruhi CR adalah sebesar -0.414857 , artinya dengan asumsi SBI dan CR tetap. Maka setiap peningkatan struktur modal sebesar 1% akan menurunkan moderasi suku bunga BI dalam mempengaruhi likuiditas sebesar 0.414857%. Nilai koefisien moderasi SBI dalam mempengaruhi SG adalah sebesar 1.273625, artinya dengan asumsi SBI dan SG tetap. Maka setiap peningkatan struktur modal sebesar 1% akan menurunkan moderasi suku bunga BI dalam mempengaruhi pertumbuhan penjualan sebesar 1.273625%.

KESIMPULAN DAN SARAN

Dengan tingkat profitabilitas tinggi, perusahaan dapat menarik lebih banyak investor dan kreditor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sehingga perusahaan dapat menggunakan dana yang dihasilkan secara internal untuk kebutuhan pendanaan. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi, lebih sedikit menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Tingginya suku bunga yang ditawarkan menyebabkan perusahaan memilih menjaga rasio struktur modal untuk kepentingan terbaik perusahaan, namun suku bunga BI dapat mempengaruhi hubungan variable lain terhadap struktur modal walaupun tidak signifikan. Saran dari penelitian ini bagi pihak perusahaan adalah dengan meningkatkan rasio profitabilitas dan likuiditas. Bagi pemerintah dapat mempengaruhi struktur modal dengan menggunakan suku bunga BI. Bagi penelitian selanjutnya, dapat menambah/mengganti variabel independen dan periode penelitian.

REFERENSI

- Afriyadi, A. D. (2021, October 1). Utang AS hingga Evergrande Jadi Sorotan, Apa Pengaruhnya ke RI? *DetikFinance*. <https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-5748332/utang-as-hingga-evergrande-jadi-sorotan-apa-pengaruhnya-ke-ri>
- Albart, N., Sinaga, B. M., Santosa, P. W., & Andati, T. (2020). The Effect of Corporate Characteristics on Capital Structure in Indonesia. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 23(1). <https://doi.org/10.14414/jebav.v23i1.2153>
- Andriyanto, H. (2021, September 28). Evergrande dan Masalahnya. *Berita Satu*. <https://www.beritasatu.com/dunia/833759/evergrande-dan-masalahnya>
- Assfaw, A. M. (2020). The Determinants of Capital structure in Ethiopian Private Commercial Banks: A Panel Data Approach. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 23(1), 108–124. <https://doi.org/10.14414/jebav.v23i1.2223>
- Awaluddin, M., Amalia, K., Sylvana, A., & Wardhani, R. S. (2019). Perbandingan Pengaruh Return on Asset, Pertumbuhan Aset, Pertumbuhan Penjualan dan Managerial Ownership Terhadap Struktur Modal Perusahaan Multinasional dan Domestik di BEI. *Jurnal Minds: Manajemen Ide Dan Inspirasi*, 6(1), 113–128. <https://doi.org/10.24252/minds.v6i1.7965>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital structure. *Journal of Finance*, 57, 1–32.

- Bank Indonesia. (2021a). *Statistik Sistem Keuangan Indonesia September 2021*.
- Bank Indonesia. (2021b). *Statistik Utang Luar Negeri Indonesia* (Vol. 12). https://www.bi.go.id/en/statistik/ekonomi-keuangan/sulni/Documents/SULNI_Oktober_2021.pdf
- Buchari, A., Achsan, N. A., Tambunan, M., & Maulana, T. N. A. (2016). the Capital Structure of Venture Capital Firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(3). <https://doi.org/10.26905/jkdp.v20i3.267>
- Chandra, T. (2014). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Indonesia. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 18(4), 507–523. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2014.v18.i4.2187>
- Chow, Y. P. (2019). Sectoral Analysis of the Determinants of Corporate Capital Structure in Malaysia. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 10(2), 278–293. <https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.14>
- Dewan Standar Akuntansi Keuangan Ikatan Akuntan Indonesia. (2020). *Laporan Keuangan Konsolidasian* (Vol. 3, Issue 2017). <http://repositorio.unan.edu.ni/2986/1/5624.pdf>
- Dewi, W., & Lestari, H. S. (2014). Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Pemasaran Jasa*, 7(2), 273. <https://doi.org/10.25105/jmpj.v7i2.809>
- Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2003). *Financial Management and Analysis* (2nd ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Fenyves, V., Pető, K., Szenderák, J., & Harangi-Rákos, M. (2020). The capital structure of agricultural enterprises in the Visegrad countries. *Agricultural Economics (Czech Republic)*, 66(4), 160–167. <https://doi.org/10.17221/285/2019-AGRICECON>
- Gharaibeh, O. K., & AL-Tahat, S. (2020). Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordanian Service Companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(2), 364–376. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(2\).2020.28](https://doi.org/10.21511/imfi.17(2).2020.28)
- Gupta, S., & Newberry, K. (1997). Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16, 1–34. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(96\)00055-5](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(96)00055-5)
- Hadi, A. R. A., Hamad, S. A., & Suryanto, T. (2016). Capital Structure Determinants: Evidence From Palestine and Egypt Stock Exchanges. *Ikonomika (Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam)*, 1(2), 118–130. <https://doi.org/10.24042/febi.v1i2.147>
- Hadinugroho, B., Harmadi, & Agustanto, H. (2018). Determinan Struktur Modal Perusahaan di Negara-Negara Asia Tenggara. *Jurnal Siasat Bisnis*, 22(2), 144–163. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol22.iss2.art3>
- Haron, R. (2018). Firm Level, Ownership Concentration and Industry Level Determinants of Capital Structure in an Emerging Market: Indonesia Evidence. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 127–151. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2018.14.1.6>
- Horne, J. Van, & Wachowicz, J. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. Pearson Education Limited.
- Hussain, S., Quddus, A., Tien, P. P., Rafiq, M., & Pavelková, D. (2020). The Moderating Role of Firm Size and Interest Rate in Capital Structure of the Firms: Selected Sample from Sugar Sector of Pakistan. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(4), 341–355. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(4\).2020.29](https://doi.org/10.21511/imfi.17(4).2020.29)
- Jonnardi. (2016). Moderating Effect of Monetary Indicators on the Peckingorder Theory Validity

- in Indonesia Stock Exchange (BEI). *International Journal of Economic, Commerce and Management*, IV(7), 1–15.
- Júnior, F. P. R., Santos, I. dos, Gaio, L. E., Stefanelli, N. O., & Passos, I. C. (2019). Capital Structure of Brazilian Public Companies: Normality, Global Financial Crisis and Economic Recession. *Contaduria y Administracion*, 64(1), 1–15. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1152>
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. PT. Raja Grafindo Persada.
- Maryanti, E. (2016). Analisis Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 1(2), 143–151. <https://doi.org/10.23917/reaksi.v1i2.2730>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.2307/1809167>
- Mota, J. H. F., & Moreira, A. C. (2014). Determinants of the Capital Structure of Portuguese Firms With Investments in Angola. *AOSIS (South African Journal of Economic and Management Sciences)*, 1–11. <https://doi.org/10.4102/sajems.v20i1.885>
- Otekurin, A. O., Nwanji, T. I., Eluyela, D., Olowookere, J. K., & Fagboro, D. G. (2020). Capital Structure and Profitability: The Case of Nigerian Deposit Money Banks. *Banks and Bank Systems*, 15(4), 221–228. [https://doi.org/10.21511/bbs.15\(4\).2020.18](https://doi.org/10.21511/bbs.15(4).2020.18)
- Ponce, H. G., Montalvo, C. M., & Murillo, R. P. (2019). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of the Manufacturing Sector at Ecuador. *Contaduria y Administracion*, 64(2), 1–18. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1848>
- Prieto, T., Belen, A., & Lee, Y. (2019). Internal and External Determinants of Capital Structure in Large Korean Firms. *Global Business & Finance Review*, 24(3), 79–96. <https://doi.org/10.17549/gbfr.2019.24.3.79>
- Putri, C. A. (2021, January 30). Bank Dunia: Pandemi Bikin Perusahaan-Negara Hidup dari Utang. *CNBC Indonesia*. <https://www.cnbcindonesia.com/news/20210130183850-4-219893/bank-dunia-pandemi-bikin-perusahaan-negara-hidup-dari-utang>
- Raharjo, A. W., & Elida, T. (2015). *Bank dan Lembaga Keuangan Non Bank di Indonesia* (1st ed.). UI-Press.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE Fakultas Ekonomi UGM.
- Rufina, D., Ariyanto, S., & Lesmana, T. (2015). Analysis of Factors That Affects the Capital Structure within Companies Included in the Index of LQ45 During 2011 - 2013. *Binus Business Review*, 6(3), 365. <https://doi.org/10.21512/bbr.v6i3.946>
- Salgado, R. J. S., & Martinez, A. F. R. F. V. (2018). The Impact of Metals' Prices on the Capital Structure of Mining and Metallurgic Firms in Latin America (2004-2014). *Contaduria y Administracion*, 63(3), 1–18. <https://doi.org/10.22201/FCA.24488410E.2018.837>
- Sidik, S. (2020, September 25). Corona Bikin Likuiditas Seret, Fitch Downgrade 32 Perusahaan. *CNBC Indonesia*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20200925100956-17-189375/corona-bikin-likuiditas-seret-fitch-downgrade-32-perusahaan>
- Syamsiyah. (2014). Analisis Struktur Modal Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) tahun 2009-2013. *Iqtishadia*, 7(1), 135–156.
- Tran, D. T. T. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Vietnamese Listed Firms. *Serbian Journal of Management*, 12(1), 77–92. <https://doi.org/10.5937/sjm12-10187>
- Ulfah, F. U. (2020, November 3). Harga Batu Bara Turun, Laba Adaro (ADRO) Amblas 73,05

Persen pada Kuartal III/2020. *Market Bisnis*.
[https://market.bisnis.com/read/20201103/192/1312785/harga-batu-bara-turun-laba-adaro-
adro-amblas-7305-persen-pada-kuartal-iii2020](https://market.bisnis.com/read/20201103/192/1312785/harga-batu-bara-turun-laba-adaro-adro-amblas-7305-persen-pada-kuartal-iii2020)

- Widarjo, W., & Setiawan, D. (2009). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Otomotif. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 11(2), 107–119.
- Zavala, M. del R. V., & Salgado, R. J. S. (2019). Empirical Evidence on the Relationship of Capital Structure and Market Value among Mexican Publicly Listed Companies. *Contaduria y Administracion*, 64(1), 1–29.
<https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1377>