

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MULTINASIONAL: SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW

Khoirul Rosiqin ¹, Itaul Masarroh ²

Faculty of Economics and Business, Management Study Program, Trunojoyo University, Madura, Indonesia

Correspondence		
Email: khoirulrosiqin.official@gmail.com ¹ , itaulmasarroh234@gmail.com ²	No. Telp: 087764700010 085855664429	
Submitted: 30 November 2024	Accepted: 1 Desember 2024	Published: 9 Desember 2024

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal dalam perusahaan multinasional. Dengan menggunakan pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR), penelitian ini mengidentifikasi berbagai determinan utama struktur modal berdasarkan kajian literatur akademik terbaru. Temuan menunjukkan bahwa elemen internal, seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, aset tetap, dan kebijakan dividen, serta faktor eksternal, seperti dinamika pasar global, tingkat suku bunga, dan kebijakan moneter, memiliki pengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan pembiayaan perusahaan. Studi ini juga mengungkapkan bahwa struktur modal yang optimal berkontribusi dalam menekan biaya modal, mengelola risiko keuangan, dan meningkatkan nilai perusahaan secara berkesinambungan. Hasilnya memberikan rekomendasi bagi para manajer keuangan untuk merancang strategi struktur modal yang tepat guna menghadapi tantangan dan perubahan di pasar global.

PENDAHULUAN

Seiring dengan pesatnya perkembangan dunia finansial dan pasar global, perusahaan kini dihadapkan pada tantangan yang semakin kompleks dalam mengelola sumber daya keuangannya. Salah satu keputusan strategis yang harus diambil adalah penentuan struktur modal, yang merujuk pada kombinasi antara utang dan ekuitas yang digunakan untuk mendanai kegiatan operasional dan ekspansi perusahaan (Modigliani & Miller, 1958). Studi kasus tentang perubahan struktur modal pada perusahaan-perusahaan besar, terutama yang terjadi pada perusahaan teknologi global dalam beberapa tahun terakhir, memberikan gambaran yang jelas tentang bagaimana berbagai faktor eksternal dan internal memengaruhi keputusan pembiayaan (Jensen & Meckling, 1976).

Sebagai contoh, perusahaan-perusahaan teknologi terkemuka seperti Amazon, Tesla, dan Google, menunjukkan bagaimana mereka menyesuaikan strategi struktur modal mereka dengan perubahan kondisi pasar. Selama beberapa dekade terakhir, perusahaan-perusahaan ini lebih memilih untuk bergantung pada ekuitas melalui penerbitan saham baru, ketimbang memanfaatkan utang, meskipun sebelumnya mereka lebih banyak menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan. Keputusan ini dipengaruhi oleh sejumlah faktor, seperti ketidakpastian pasar, fluktuasi suku bunga, serta kebutuhan untuk menjaga fleksibilitas finansial di tengah perubahan cepat dalam industri teknologi (Brealey et al., 2014). Studi kasus semacam ini mengilustrasikan bahwa struktur modal perusahaan dipengaruhi tidak hanya oleh faktor internal, tetapi juga oleh perubahan dalam kondisi makroekonomi dan dinamika pasar finansial yang terus berkembang (Miller, 1977).

Perubahan besar lainnya dalam era finansial terlihat pada kebijakan fiskal dan moneter yang diambil oleh pemerintah, serta kebijakan suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral. Contohnya, kebijakan pelonggaran moneter yang diterapkan oleh Bank Indonesia dan Federal Reserve selama pandemi COVID-19 mendorong banyak perusahaan untuk memanfaatkan utang dengan biaya yang lebih rendah. Namun, perusahaan-perusahaan tersebut juga

dihadapkan pada potensi risiko likuiditas dan gejolak ekonomi, yang memaksa mereka untuk mempertimbangkan struktur modal yang lebih hati-hati dan berkelanjutan.

Keputusan mengenai struktur modal perusahaan melibatkan berbagai pertimbangan yang kompleks, di mana perusahaan harus memilih antara menggunakan utang atau ekuitas berdasarkan sejumlah faktor yang ada. Faktor internal, seperti ukuran perusahaan, tingkat profitabilitas, dan risiko bisnis, serta kebijakan manajerial, memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan ini (MYERS, 1984). Selain itu, faktor eksternal yang meliputi tingkat suku bunga, kondisi ekonomi, dan peraturan pemerintah juga sangat memengaruhi keputusan tersebut (Brealey et al., 2014). Oleh karena itu, pemahaman yang mendalam tentang berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal menjadi sangat penting untuk membantu perusahaan dalam membuat keputusan pembiayaan yang optimal di tengah tantangan ekonomi yang terus berubah.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal memberikan wawasan yang sangat berharga bagi perusahaan dalam mengelola risiko keuangan, memaksimalkan nilai perusahaan, dan meraih keunggulan kompetitif di tengah ketidakpastian yang ada di pasar finansial global (Kraus & Litzenberger, 1973).

TINJAUAN PUSTAKA STRUKTUR MODAL

Struktur modal merujuk pada campuran antara utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional dan investasinya. Keputusan tentang struktur modal berhubungan dengan proporsi utang dan ekuitas yang harus digunakan untuk mendanai aset dan proyek perusahaan. Keputusan ini mempengaruhi tingkat risiko perusahaan serta biaya modal yang dikeluarkan, yang pada akhirnya berdampak pada nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal berupaya meminimalkan biaya modal secara keseluruhan sambil mempertimbangkan risiko finansial yang ada, dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan.

Konsep struktur modal pertama kali diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller dalam teori mereka pada tahun 1958. Mereka berpendapat bahwa dalam pasar yang sempurna, struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena nilai perusahaan ditentukan oleh pendapatan dan risiko operasionalnya, bukan oleh cara perusahaan dibiayai (Modigliani & Miller, 1958). Namun, dalam praktiknya, pasar tidak selalu ideal, dan berbagai faktor, seperti pajak, biaya kebangkrutan, dan risiko keuangan, dapat mempengaruhi keputusan struktur modal.

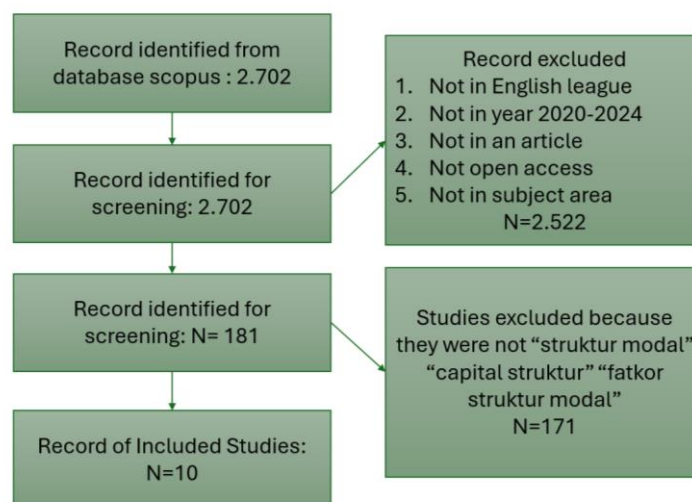
Salah satu keuntungan penggunaan utang adalah penghematan pajak karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak. Namun, penggunaan utang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan biaya pinjaman yang lebih tinggi, yang dikenal sebagai biaya kebangkrutan atau biaya keuangan distress. Selain itu, perusahaan perlu memperhitungkan faktor eksternal seperti kondisi pasar dan persaingan, serta faktor internal seperti profitabilitas dan potensi pertumbuhannya, dalam menentukan struktur modal yang optimal. Oleh karena itu, keputusan tentang struktur modal harus mempertimbangkan lebih dari sekadar penghematan pajak, tetapi juga kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko keuangan dan menjaga stabilitas operasional.

METODE

Metode yang digunakan dalam penelitian ini untuk mencapai tujuan penelitian, dilakukan Kajian Sistematis Literatur (Systematic Literature Review/SLR) dengan mengikuti prosedur yang dimulai dari penyusunan protokol penelitian hingga penyajian hasil (Tranfield et al., 2003a, 2003b) Proses ini dilaporkan berdasarkan pedoman Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses (PRISMA), yang dirancang untuk meningkatkan

transparansi dan kualitas pelaporan kajian sistematis dan meta-analisis. SLR ini disusun berdasarkan tahapan yang meliputi: (1) merumuskan pertanyaan penelitian untuk menentukan fokus dan tujuan kajian, (2) mengidentifikasi lokasi atau sumber literatur yang relevan, (3) menyaring dan mengevaluasi literatur untuk memastikan kualitas dan relevansinya, (4) menganalisis dan menyintesis data dari literatur yang terpilih untuk mengintegrasikan hasil temuan, serta (5) menyusun laporan hasil secara menyeluruh dan transparan. Pendekatan ini dirancang untuk memastikan bahwa setiap langkah dalam proses SLR dilakukan dengan struktur yang jelas, transparansi tinggi, dan dapat direplikasi, sehingga temuan penelitian yang dihasilkan lebih akurat dan andal dalam menjawab pertanyaan penelitian yang diajukan.

Proses *systematic literature review* (SLR) melibatkan penerapan kriteria seleksi yang ketat, penggunaan istilah pencarian yang akurat, serta pemanfaatan database untuk memastikan transparansi metode yang digunakan (Saunders et al., 2012a, 2012b). Tahapan awal dalam SLR mencakup: (i) penentuan sumber literatur, yaitu database yang akan diakses untuk memperoleh literatur *peer-reviewed*, sebagaimana dijelaskan oleh (Webster & Watson, 2002); dan (ii) perumusan strategi pencarian, yakni pemilihan kata kunci yang relevan sesuai dengan panduan Literatur yang relevan diidentifikasi menggunakan *search string* yang telah dirancang khusus dan disaring melalui berbagai database elektronik. Proses seleksi ini memanfaatkan database seperti Scopus untuk memastikan bahwa data yang diakses telah teruji dan tervalidasi dengan baik. Artikel yang dipilih berfokus pada referensi akademis dari jurnal-jurnal *full-text* yang telah melalui proses *peer-review*. Artikel-artikel tersebut membahas fenomena kegagalan pengusaha serta berbagai strategi pemulihan yang diterapkan, guna memperoleh wawasan mendalam tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan multi nasional. Sebagai bagian dari proses, diagram alur SLR disusun untuk memvisualisasikan keseluruhan tahapan secara sistematis. tahapan metodologi penelitian dan alat analisis yang digunakan untuk mencapai tujuan studi ini di gambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Protokol PRISMA (identifikasi, penyaringan, kualifikasi).

Pencarian dilakukan menggunakan database Scopus. Kriteria pencarian menggunakan frasa Boolean yang mencakup istilah faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dalam lingkup perusahaan multinasional. Strategi pencarian ini dirancang untuk menemukan literatur yang relevan mengenai penjelasan bagaimana seorang manajer dalam mengelola struktur modal dalam ruang lingkup perusahaan multinasional atau secara multinasional, yang

kemudian dapat disimpulkan beberapa metode yang akan digunakan dan yang paling relevan bagi para pengamat selanjutnya.

Tabel 1. SLR Search Terms: Inclusion and Exclusion Criteria.

	Search Inclusion and Exclusion Criteria
Search words/terms	“struktur modal”OR”manajemen struktur modal”OR”pengolaan manajerial”AND”perusahaan multinasional”OR”prusahaan internasional”OR”korporasi multi nasional”
Inclusion Criteria	Tahun publikasi (2020-2024) Bahasa Publikasi (English) Tipe Dokumen (Artikel)
Exclusion Criteria	Subjek Area: Business, Management and Accounting, Economics, Econometrics and Finance. Abstract with an unavailable full article Language—not English/Translation not available

HASIL

Sebanyak 2.702 artikel berhasil dikumpulkan berdasarkan kriteria seleksi yang telah ditetapkan sebelumnya. Proses penyaringan dilanjutkan dengan menerapkan istilah pencarian serta kriteria inklusi dan eksklusi. Pada tahap ini, sebanyak 2.522 artikel tidak memenuhi syarat dan dikeluarkan dari analisis, sehingga menyisakan 181 artikel. Data yang tersisa kemudian diseleksi lebih lanjut berdasarkan judul dan abstrak. Dari proses ini, 171 artikel dieliminasi karena tidak sesuai dengan kriteria inklusi yang telah ditentukan. Selanjutnya, dilakukan peninjauan mendalam untuk memastikan kelayakan artikel, dengan fokus pada topik pembahasan yang relevan. Setelah proses seleksi dan koreksi ulang, sebanyak 10 artikel dipilih untuk dianalisis secara lebih mendalam dalam sintesis selanjutnya.

Tabel 2. Hasil Systematic Literature Review

Authors	Title	Population	Metode	Hasil
(Basdekis et al., 2023)	The Effect of ECB Unconventional Monetary Policy on Firms' Performance during the Global Financial Crisis	perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Athena (Athens Stock Exchange),	analisis data panel	Profitabilitas perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor utama. Debt-to-Equity Ratio (D/E) berdampak negatif, sementara ukuran perusahaan berpengaruh positif karena akses lebih baik ke sumber daya. Hasil obligasi 10 tahun berdampak negatif karena tingginya biaya utang menghambat investasi. Sebaliknya,



				kebijakan moneter tidak konvensional ECB melalui peningkatan aset totalnya berpengaruh positif dengan mengurangi risiko sistemik dan memperbaiki kondisi pasar. Selain itu, terdapat peningkatan profitabilitas signifikan setelah penerapan kebijakan ECB pada 2012 yang meningkatkan stabilitas ekonomi.
(Akin et al., 2024)	Influence of Growth, Capital Structure, Profitability, and Size on FTSE 100 Enterprise Value	perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam FTSE 100, yaitu 100 perusahaan terbesar yang terdaftar di London Stock Exchange berdasarkan kapitalisasi pasar.	pendekatan kuantitatif dengan analisis statistik untuk menguji hubungan antara variabel-variabel	Ukuran perusahaan dan struktur modal adalah dua faktor yang paling berpengaruh terhadap nilai perusahaan (EV dan Tobin's Q). Perusahaan besar dan yang menggunakan utang lebih banyak cenderung memiliki nilai yang lebih tinggi. Profitabilitas memiliki dampak yang lebih terbatas, dengan hasil yang bervariasi antara ROA dan ROE untuk EV dan Tobin's Q. Pertumbuhan tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan nilai perusahaan dalam model ini

<p>(Amoa-Gyarteng & Dhiwayo, 2023)</p>	<p>Capital structure, profitability, and short-term solvency of nascent SMEs in Ghana: An empirical study</p>	<p>seluruh usaha kecil dan menengah (UKM) yang terdaftar di Ghana Enterprises Agency di wilayah metropolitan Accra, Kumasi, dan Tema.</p>	<p>metode penelitian kuantitatif untuk menganalisis data numerik yang dikumpulkan dari laporan keuangan dan laporan tahunan.</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional adalah faktor utama yang dapat mengurangi praktik manajemen laba di perusahaan yang terdaftar di Vietnam. Variabel lain seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan asing, konsentrasi kepemilikan, dan leverage tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Selain itu, ROA dan ukuran perusahaan menjadi variabel kontrol yang penting dalam memengaruhi praktik manajemen laba.</p>
<p>(Hieu & Anh, 2023)</p>	<p>Capital Structure and Practices of Accrual-Based Earnings Management Among Non-Financial Vietnamese Listed Firms</p>	<p>Data dikumpulkan dengan memeriksa ketersediaan publik, desain, dan konten CoC Perusahaan Confucian Asia dan Anglo</p>	<p>pendekatan kuantitatif dengan desain survei cross-sectional untuk mengevaluasi hubungan antara struktur modal, profitabilitas, dan solvabilitas jangka pendek.</p>	<p>Penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap solvabilitas jangka pendek UKM baru di Ghana. Rasio utang berdampak negatif, sementara kombinasi utang-ekuitas dan rasio ekuitas berdampak positif. Profitabilitas melalui ROE meningkatkan solvabilitas, tetapi ROA berdampak</p>

				negatif karena pengelolaan aset lancar yang kurang optimal, sedangkan NPAT hanya berpengaruh kecil. Penelitian ini mendukung pentingnya keseimbangan utang dan ekuitas sesuai Trade-Off Theory, serta mendorong pengusaha dan pembuat kebijakan untuk fokus pada pengelolaan keuangan yang bijak dan akses pembiayaan UKM.
(Jesuka & Peixoto, 2023)	The Effects of Sovereign Rating and Corporate Governance on The Capital Structure of Latin American Companies	penelitian ini mencakup 906 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di bursa saham utama di negara-negara Amerika Latin	Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model regresi hierarkis	Sovereign rating dan mekanisme corporate governance (CG) memengaruhi struktur modal perusahaan di Amerika Latin. Karakteristik perusahaan menjadi faktor utama dalam variasi struktur modal, sementara tingkat negara memengaruhi utang jangka panjang. Perusahaan cenderung menurunkan utang untuk melindungi diri dari perubahan sovereign rating, meskipun memiliki mekanisme CG seperti komite audit independen. Stabilitas politik dan ekonomi diperlukan untuk

				meningkatkan sovereign rating, mengurangi risiko kredit, dan menarik investasi asing. Studi ini menyoroti pentingnya CG dan sovereign rating dalam keputusan pendanaan perusahaan.
(Zanca et al., 2023)	Capital Structure in Brazilian Credit Unions: Which Factors are Really Determinants?	penelitian ini mencakup 889 koperasi kredit individu di Brasil, yang memiliki data yang tersedia di Banco Central do Brasil selama periode 2008 hingga 2021. Total data yang digunakan mencapai 10.132 observasi tahunan	pendekatan kuantitatif dengan model regresi data panel	Penelitian ini menunjukkan bahwa koperasi kredit dengan profitabilitas tinggi cenderung menghindari utang, sesuai dengan pecking order theory. Koperasi yang lebih besar cenderung memiliki lebih banyak utang, mendukung trade-off theory. Tangibilitas aset tidak berpengaruh signifikan, sementara koperasi dengan risiko tinggi lebih sedikit menggunakan utang. Temuan ini menunjukkan bahwa koperasi kredit lebih memilih menggunakan modal internal daripada utang, dan hasil ini bisa membantu kebijakan yang mendukung pertumbuhan koperasi tanpa meningkatkan risiko.

<p>(Mahirun et al., 2023)</p>	<p>Impact of Dividend Policy on Stock Prices</p>	<p>perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012–2021</p>	<p>analisis jalur (<i>path analysis</i>)</p>	<p>Penelitian ini menemukan bahwa kebijakan dividen (DPR) tidak mampu secara efektif memediasi pengaruh nilai perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap harga saham. Variabel yang signifikan meningkatkan harga saham adalah Return on Equity (ROE) dan DPR, sementara Debt to Assets Ratio (DAR) dan Trading Volume Activity (TVA) justru menurunkannya. Hasil ini tidak mendukung teori signaling, karena pembayaran dividen tidak cukup menarik investor jika perusahaan memiliki kebijakan pendanaan berbasis utang, tetapi mendukung teori trade-off yang menekankan keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya kesulitan keuangan. Secara keseluruhan, kebijakan dividen belum mampu secara signifikan mendorong peningkatan harga saham.</p>
<p>(Ahmed et al., 2024)</p>	<p>Assessing the Impact of</p>	<p>208 perusahaan</p>	<p>analisis data panel dengan</p>	<p>Penelitian ini menemukan bahwa</p>

	COVID-19 on Capital Structure Dynamics: Evidence from GCC Economies	non-keuangan yang terdaftar di lima negara GCC (Arab Saudi, Kuwait, Qatar, Bahrain, Oman) selama periode 2010–2022.	metode Generalized Least Squares (GLS)	COVID-19 mendorong perusahaan non-keuangan di GCC untuk meningkatkan pendanaan melalui utang, terutama utang jangka panjang, guna menjaga stabilitas keuangan. Faktor seperti ukuran perusahaan, aset berwujud, dan pertumbuhan ekonomi memiliki dampak positif terhadap struktur modal, sedangkan profitabilitas berhubungan negatif. Hasil ini mendukung teori trade-off dan pecking order, memberikan wawasan penting bagi pengambil kebijakan dan pelaku usaha di wilayah tersebut.
(Sunani et al., 2024)	Environmental Disclosure Analysis of Manufacturing Companies to Realize a Sustainable Green Economy	Penelitian ini menganalisis 235 observasi dari 47 perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2018–2022 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan berpartisipasi	Partial Least Squares-Structural Equation Modeling (PLS-SEM)	Penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas, likuiditas, dan struktur modal secara signifikan memengaruhi kinerja lingkungan, yang pada gilirannya meningkatkan pengungkapan lingkungan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja lingkungan yang lebih baik mendorong

		dalam PROPER.		perusahaan untuk lebih transparan dalam pengungkapan. Hasil ini mendukung teori legitimasi, di mana perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial cenderung mendapatkan kepercayaan dan reputasi yang lebih baik di mata para pemangku kepentingan.
(Heckenbergerová & Honková, 2023)	Capital Structure Analysis – Theories and Determinants Validation Based on Evidence from the Czech Republic	Penelitian ini menganalisis struktur modal berdasarkan 1.196 laporan keuangan nasional perusahaan di Republik Ceko untuk periode 2016–2019	Penelitian menggunakan analisis statistik, termasuk analisis korelasi dan regresi linier berganda	Struktur modal perusahaan di Republik Ceko cenderung lebih dipengaruhi oleh aset tetap (tangibility) dan pengembalian aset (ROA). Sebagian besar perusahaan lebih memilih pembiayaan ekuitas dibandingkan utang, kecuali di sektor perdagangan grosir dan ritel, yang cenderung menggunakan utang. Hasil ini mendukung teori pecking order yang menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal sebelum beralih ke sumber eksternal. Meskipun utang memiliki manfaat pajak (tax shield), informasi asimetris

				<p>menyebabkan manajer keuangan sering kali tidak menyadari keuntungan ini, sehingga lebih memilih ekuitas yang lebih mahal. Analisis ini memberikan rekomendasi kepada manajer keuangan untuk mempertimbangkan manfaat pajak dan meningkatkan penggunaan utang secara bijaksana.</p>
--	--	--	--	---

Hasil dari penelitian-penelitian ini mengungkapkan bahwa Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal meliputi pengembalian saham, aktivitas investasi, arus kas, dan aset berwujud, yang menentukan leverage dan kebijakan struktur modal perusahaan. Peluang pertumbuhan dapat meningkatkan leverage, sementara profitabilitas dan ukuran perusahaan cenderung menguranginya. Utang jangka panjang mendukung pertumbuhan perusahaan, namun berisiko menurunkan profitabilitas. Faktor lain termasuk kebijakan dividen, fleksibilitas keuangan, dan peringkat kredit yang penting untuk penerbitan utang dan ekuitas baru (Basdekis et al., 2023). Struktur modal juga dipengaruhi oleh keuntungan pajak dari utang, risiko kebangkrutan, dan biaya finansial yang terkait dengan leverage tinggi. Faktor internal dan eksternal, seperti kondisi pasar dan strategi manajerial, turut menentukan struktur modal yang optimal (Akin et al., 2024). Kepemilikan institusional dan asing mengurangi praktik manajemen laba, sementara rasio leverage dapat memotivasi manipulasi laba (Amoa-Gyarteng & Dhliwayo, 2023). Faktor-faktor lain seperti tahap pertumbuhan, efisiensi manajemen, dan volatilitas pendapatan juga mempengaruhi keputusan struktur modal (Hieu & Anh, 2023). Corporate governance dan peringkat kedaulatan mempengaruhi struktur modal, dengan perusahaan lebih tua cenderung lebih berutang (Jesuka & Peixoto, 2023). Perbedaan struktur modal juga ditemukan pada bank publik vs swasta dan bank Islam melawan konvensional (Zancan et al., 2023). Faktor-faktor lainnya meliputi keseimbangan antara utang dan ekuitas, pengaruh krisis ekonomi, profitabilitas, aset berwujud, dan ukuran perusahaan (Mahirun et al., 2023), (Ahmed et al., 2024), (Sunani et al., 2024), (Heckenbergerová & Honková, 2023).

PEMBAHASAN

Hasil dari Systematic Literature Review (SLR) menunjukkan bahwa berbagai faktor mempengaruhi struktur modal perusahaan, yang merupakan keputusan penting dalam pembiayaan perusahaan. Faktor-faktor ini mencakup elemen internal perusahaan, seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kebijakan dividen, serta elemen eksternal, termasuk kondisi ekonomi global, peringkat sovereign, dan kebijakan corporate governance. Pembahasan berikut ini merinci pengaruh masing-masing faktor terhadap struktur modal dan keputusan pembiayaan perusahaan.



Leverage, yang mengukur penggunaan utang dalam struktur modal, dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal yang beragam. Salah satu temuan utama dari penelitian Basdekis et al. (2023) adalah bahwa debt-to-equity ratio (D/E) memiliki dampak negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Perusahaan dengan utang yang lebih tinggi cenderung mengalami penurunan profitabilitas karena tingginya biaya bunga yang membebani perusahaan. Sebaliknya, ukuran perusahaan berhubungan positif dengan profitabilitas karena perusahaan besar memiliki akses yang lebih mudah ke sumber daya dan modal, memungkinkan mereka untuk mengelola utang dengan lebih efisien. Selain itu, Basdekis et al. (2023) menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang tidak konvensional, seperti yang diterapkan oleh ECB, berperan positif dalam memperbaiki stabilitas ekonomi dan kondisi pasar, yang dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Peluang pertumbuhan perusahaan juga berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, karena perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang baik lebih cenderung mengambil lebih banyak utang untuk mendanai ekspansi. Namun, profitabilitas cenderung memiliki hubungan negatif dengan leverage. Perusahaan yang lebih menguntungkan mungkin lebih memilih pembiayaan ekuitas untuk menghindari beban bunga yang tinggi. Temuan dari Akin et al. (2024) mendukung hal ini, yang menunjukkan bahwa meskipun perusahaan besar cenderung memiliki nilai yang lebih tinggi dan lebih banyak menggunakan utang, hasilnya bervariasi dalam kaitannya dengan profitabilitas.

Struktur modal yang mengandung utang tinggi berhubungan erat dengan peningkatan risiko kebangkrutan. Hieu & Anh (2023) mengungkapkan bahwa penggunaan utang yang berlebihan dapat merugikan solvabilitas perusahaan, terutama jika tidak diimbangi dengan pengelolaan aset yang efisien. Perusahaan dengan utang tinggi lebih rentan terhadap gangguan eksternal, seperti resesi atau krisis ekonomi, yang dapat mempengaruhi kemampuan mereka untuk membayar kewajiban utang. Kebijakan dividen juga mempengaruhi struktur modal dan keputusan pembiayaan perusahaan. Mahirun et al. (2023) menunjukkan bahwa meskipun kebijakan dividen dapat menarik investor, hal ini tidak cukup untuk mengimbangi dampak negatif dari penggunaan utang dalam struktur modal. Kebijakan dividen yang tidak seimbang dengan pengelolaan utang yang bijaksana dapat mengurangi potensi peningkatan harga saham. Ini mendukung teori trade-off, yang menyarankan pentingnya keseimbangan antara manfaat pajak dari utang dan biaya finansial akibat leverage tinggi.

Faktor eksternal, seperti kondisi ekonomi global dan corporate governance, memiliki dampak signifikan pada keputusan struktur modal perusahaan. Sebagai contoh, penelitian oleh Ahmed et al. (2024) menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 mendorong perusahaan untuk lebih banyak menggunakan utang jangka panjang guna mempertahankan stabilitas keuangan di tengah ketidakpastian ekonomi. Hal ini menyoroti bagaimana krisis ekonomi dapat mendorong perusahaan untuk beralih dari pembiayaan ekuitas ke pembiayaan utang untuk menjaga likuiditas dan kelangsungan operasional. Selain itu, corporate governance memainkan peran penting dalam menentukan struktur modal. Jesuka & Peixoto (2023) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki mekanisme tata kelola yang baik cenderung lebih efisien dalam mengelola struktur modal mereka, karena pengawasan yang lebih ketat terhadap keputusan keuangan dan pembiayaan. Dalam konteks ini, perusahaan yang memiliki peringkat sovereign yang lebih baik juga cenderung memperoleh biaya pembiayaan yang lebih rendah, seperti yang ditunjukkan oleh Zancan et al. (2023), yang menyatakan bahwa perubahan dalam peringkat sovereign dapat mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan, terutama di negara-negara Amerika Latin.

Selain faktor-faktor yang telah dibahas, ukuran profitabilitas menjadi dua faktor yang sangat mempengaruhi struktur modal. Perusahaan besar biasanya lebih cenderung menggunakan utang karena mereka memiliki akses yang lebih mudah dan lebih murah ke pasar

modal. Sebaliknya, perusahaan dengan profitabilitas tinggi lebih memilih pembiayaan ekuitas daripada utang, sesuai dengan teori pecking order yang dikemukakan oleh Zancan et al. (2023). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih suka menggunakan dana internal terlebih dahulu sebelum mencari sumber pembiayaan eksternal. Faktor volatilitas pendapatan juga dapat mempengaruhi keputusan struktur modal, dengan perusahaan yang lebih stabil cenderung memilih struktur modal yang lebih konservatif. Hieu & Anh (2023) menunjukkan bahwa perusahaan dengan pendapatan yang fluktuatif lebih cenderung menghindari utang karena ketidakpastian yang lebih tinggi dalam arus kas mereka, yang bisa mempengaruhi kemampuan mereka untuk membayar kewajiban utang.

Sebagian besar penelitian ini mendukung dua teori utama dalam pengambilan keputusan struktur modal: teori trade-off dan pecking order. Teori trade-off menekankan pentingnya keseimbangan antara manfaat pajak dari utang dan biaya finansial akibat leverage tinggi. Di sisi lain, teori pecking order, yang dijelaskan oleh Zancan et al. (2023), menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih pembiayaan internal sebelum mencari sumber eksternal, karena penggunaan ekuitas lebih mahal dan informasi asimetris dapat memengaruhi keputusan tersebut. Selain itu, beberapa penelitian juga mencatat pengaruh teori signaling, di mana perusahaan menggunakan struktur modal sebagai sinyal untuk memberikan gambaran positif tentang prospek masa depan mereka kepada investor, seperti yang dijelaskan oleh Sunani et al. (2024).

KESIMPULAN

Hasil *Systematic Literature Review* (SLR) menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh kombinasi berbagai faktor internal dan eksternal. Faktor internal, seperti tingkat profitabilitas dan kepemilikan aset tetap, cenderung memengaruhi pilihan perusahaan antara penggunaan ekuitas atau utang. Di sisi lain, faktor eksternal, seperti kondisi perekonomian dan kebijakan moneter, berperan dalam menentukan kemudahan akses perusahaan terhadap sumber pendanaan eksternal. Perusahaan besar dengan profitabilitas tinggi lebih cenderung mengandalkan pembiayaan melalui ekuitas, sedangkan perusahaan yang fokus pada ekspansi lebih memilih menggunakan utang untuk mendukung pertumbuhan. Selain itu, praktik tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang baik dan stabilitas politik berkontribusi positif terhadap efektivitas struktur modal. Temuan ini menyoroti pentingnya pengelolaan struktur modal yang strategis untuk meningkatkan daya saing perusahaan dalam pasar global.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, A. M., Nugraha, D. P., & Hågen, I. (2024). Assessing the Impact of COVID-19 on Capital Structure Dynamics: Evidence from GCC Economies. *Economies*, 12(5). <https://doi.org/10.3390/economies12050103>
- Akin, I., Akin, M., Satiroglu, H., & Jhamb, M. (2024). Influence of Growth, Capital Structure, Profitability, and Size on FTSE 100 Enterprise Value. *Journal of Corporate Accounting and Finance*. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22761>
- Amoa-Gyarteng, K., & Dhliwayo, S. (2023). Capital structure, profitability, and short-term solvency of nascent SMEs in Ghana: An empirical study. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 19(4), 83–110. <https://doi.org/10.7341/20231943>
- Basdekis, C., Christopoulos, A., Gakias, E., & Katsampoxakis, I. (2023). The Effect of ECB Unconventional Monetary Policy on Firms' Performance during the Global Financial Crisis. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(5). <https://doi.org/10.3390/jrfm16050258>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance*. McGraw-hill.

- Heckenbergerová, J., & Honková, I. (2023). Capital structure analysis – theories and determinants validation based on evidence from the czech republic. *E a M: Ekonomie a Management*, 26(1), 145–164. <https://doi.org/10.15240/TUL/001/2023-1-009>
- Hieu, P. D., & Anh, H. H. (2023). Capital structure and practices of accrual-based earnings management among non-financial Vietnamese listed firms. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(4), 181–193. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(4\).2023.16](https://doi.org/10.21511/imfi.20(4).2023.16)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2023). The Effects of Sovereign Rating and Corporate Governance on The Capital Structure of Latin American Companies. *BAR - Brazilian Administration Review*, 20(1). <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2023220027>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Mahirun, M., Jannati, A., Kushermanto, A., & Prasetyani, T. R. (2023). Impact of dividend policy on stock prices. *Acta Logistica*, 10(2), 199–208. <https://doi.org/10.22306/al.v10i2.375>
- Miller, M. H. (1977). DEBT AND TAXES. *The Journal of Finance*, 32(2), 261–275. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2012a). *Research Methods for Business Students*. Pearson Education Limited. <https://books.google.co.id/books?id=u4ybBgAAQBAJ>
- Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2012b). *Research Methods for Business Students*. Pearson Education Limited. <https://books.google.co.id/books?id=u4ybBgAAQBAJ>
- Sunani, A., Widodo, U. P. W., Wijaya, R. M. S. A. A., & Kirana, N. W. I. (2024). Environmental disclosure analysis of manufacturing companies to realize sustainable green economy. *Intangible Capital*, 20(2), 321–342. <https://doi.org/10.3926/ic.2505>
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003a). Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003b). Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>
- Webster, J., & Watson, R. T. (2002). Analyzing the Past to Prepare for the Future: Writing a Literature Review. *MIS Quarterly*, 26(2), xiii–xxiii. <http://www.jstor.org/stable/4132319>
- Zancan, F., Canassa, B. J., & Do Valle, M. R. (2023). Capital structure in Brazilian credit unions: which factors are really determinants? *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 25(2), 199–214. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v25i2.4223>