

Faktor-faktor yang Berpengaruh pada Struktur Modal dan Kaitan dengan Teori *Pecking Order & Trade-off* : *Systematic Literature Review*

Adi Martono^{1*}, Edon Ramdani²
Fakultas Ekonomi & Bisnis, Universitas Pamulang
dosen01599@unpam.ac.id¹

Manuskrip: 10 Juni 2024; Ditinjau: 12 Juni 2024; Diterima: 20 Juni 2024;
Online: Juni-2024; Diterbitkan: Juni-2024
*Korespondensi Penulis

Abstrak

Penelitian mengenai struktur modal Perusahaan telah banyak dilakukan oleh para peneliti. Peneliti menguji beberapa teori dalam penelitiannya seperti teori-teori *Pecking Order*, *Trade-off Theory*, *Market Timing* dan *Agency* serta menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal baik dari internal dan eksternal Perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor struktur modal internal maupun eksternal perusahaan yang banyak diteliti serta melihat faktor-faktor apa saja yang berpengaruh secara signifikan di setiap faktor internal maupun eksternal perusahaan tersebut. Penelitian ini menggunakan data bersumber dari penelitian selama 5 tahun. Metodologi penelitian yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Systematic Literature Review*. Dengan menggunakan protokol PRISMA diperoleh 30 artikel yang relevan, dari total data jurnal yang terindeks Scopus sebanyak 1.081 artikel, yang diterbitkan dalam periode tahun 2019 hingga 2024. Data yang berhasil dihimpun berasal dari jurnal nasional dan internasional. Hasil penelitian diperoleh bahwa faktor-faktor internal perusahaan yang diteliti, seperti non debt tax shield, struktur kepemilikan perusahaan, earning volatility berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan dan hal ini sejalan dengan teori *Pecking Order* yang mengasumsikan bahwa untuk menghasilkan laba perusahaan menggunakan dana dari internal perusahaan dan penggunaan utang dilakukan saat sumber-sumber pendanaa internal tidak mencukupi. Sedangkan faktor eksternal Perpajakan merupakan faktor yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dan hal ini sejalan dengan teori *Trade-off*.

Kata Kunci: Struktur Modal; *Systematic Literature Review*; *Pecking Order Theory*; *Trade-off Theory*

Abstract

Research on corporate capital structure has been extensively conducted by scholars. Researchers have examined several theories in their studies, such as the *Pecking Order Theory*, *Trade-off Theory*, *Market Timing Theory*, and *Agency Theory*, and analyzed both internal and external factors that optimally influence a company's capital structure. This study aims to identify the internal and external factors of corporate capital structure that have been widely researched and to determine which factors significantly influence each internal and external factor of the company. The study utilizes data sourced from research conducted over a period of 5 years. The research methodology employed is a *Systematic Literature Review*. Using the PRISMA protocol, 30 relevant articles were obtained from a total of 1,081 Scopus-indexed journal articles published between 2019 and 2024. The data collected comes from both national and international journals. The results is that the internal factors of the company studied, such as non-debt tax shield, company ownership structure, and earning volatility, significantly influence the corporate capital structure. This aligns with the *Pecking Order Theory*, which assumes that companies use internal funds to generate profit and resort to debt when internal funding sources are insufficient. Meanwhile, the external factor of taxation significantly influences the capital structure, aligning with the *Trade-off Theory*.

Keywords: Capital Structure; *Systematic Literature Review*; *Pecking Order Theory*; *Trade-off Theory*

PENDAHULUAN

Definisi struktur modal adalah susunan atau kombinasi dari berbagai sumber pendanaan yang digunakan oleh suatu perusahaan untuk mendukung operasinya. Ini mencakup alokasi modal antara modal ekuitas dan modal utang, termasuk saham biasa, saham preferen, pinjaman, obligasi, dan sumber dana jangka panjang lainnya. Struktur modal adalah kombinasi bentuk pembiayaan (laba ditahan, utang jangka panjang, dan ekuitas) yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai operasi dan aset keseluruhannya (Hastutik et al., 2022; Kumar et al., 2019). Struktur modal menggambarkan bagaimana perusahaan memperoleh dan menggunakan modal untuk membiayai kegiatan operasionalnya serta mempengaruhi tingkat risiko dan keuntungan perusahaan. Menjaga keseimbangan yang tepat antara sumber pembiayaan utang dan ekuitas adalah salah satu tantangan yang dihadapi perusahaan (Bajaj et al., 2021). Struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting bagi perusahaan karena tujuan utama setiap perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Untuk mencapai tujuan ini, perusahaan harus memutuskan kombinasi optimal antara ekuitas dan utang, dengan biaya modal terendah (Gunardi et al., 2020). Leverage keuangan mengacu pada bagaimana bisnis menggunakan uang yang dipinjam atau terutang. Dalam hal pengelolaan keuangan, ini adalah keputusan penting bagi bisnis. Dalam struktur modal perusahaan, dua sumber modal utama adalah ekuitas dan utang (Khanna, 2022; Kyissima et al., 2019). Utang adalah cara pendanaan yang lebih hemat biaya daripada ekuitas karena pembayaran bunga dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak. Utang dipandang sebagai komponen penting dari strategi pertumbuhan banyak bisnis. Ketersediaan perusahaan untuk mengambil risiko akan menentukan leverage keuangan yang digunakannya. Namun, leverage keuangan mempengaruhi penilaian pasar perusahaan dan laba atas investasi pemegang saham. Oleh karena itu, menentukan bagaimana leverage mempengaruhi nilai pasar perusahaan akan menjadi hal yang menarik (Hastutik et al., 2022). Tujuan utama setiap bisnis adalah memaksimalkan kekayaan Pemegang Saham. Selain itu, tanpa manajemen biaya yang efektif, mustahil mencapai pertumbuhan laba yang berkelanjutan dan konsisten.

Banyak teori mengenai struktur modal yang telah dihasilkan karena pentingnya hal ini. Dalam penelitian ini akan dibahas faktor-faktor penentu atau yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Penelitian ini juga untuk mengetahui faktor mana saja yang berpengaruh secara signifikan baik faktor dari dalam maupun luar perusahaan.

Ross dalam Kelvin menjelaskan bahwa struktur modal perusahaan merupakan kombinasi antara utang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai operasinya. Struktur modal sangat penting bagi keputusan manajemen keuangan tentang cara perusahaan mencari dan mengelola pembiayaan jangka panjang yang diperlukan untuk mendukung investasi jangka panjangnya. Brockington dalam Kelvin mendefinisikan struktur modal perusahaan sebagai komposisi sumber pendanaannya yang terdiri dari ekuitas dan utang untuk menjalankan operasi bisnis. Utang dan ekuitas adalah dua sumber utama pendanaan untuk sebuah bisnis. Pemegang utang memiliki kontrol yang lebih rendah atas perusahaan dan tidak secara langsung menentukan jalannya bisnis (Kyissima et al., 2019).

Ada beberapa teori struktur modal yang menjelaskan preferensi dan perilaku perusahaan sesuai dengan pembiayaan korporasi mereka. Di antara teori-teori terkenal adalah teori *Pecking Order* dan *Trade-Off*. Teori pertama ditemukan oleh Myers & Majluf (1984) yang didasarkan pada asimetri informasi antara investor dan manajer perusahaan. Teori kedua adalah teori *Trade-Off* yang berasal dari perdebatan teorema Miller dan Modigliani (Modigliani & Miller, 1963). Teori *Trade-Off* mengasumsikan bahwa perusahaan membandingkan antara keuntungan, biaya modal, dan ekuitas. Teori ini mencari struktur modal yang optimal dengan memperhitungkan manfaat pajak, biaya kebangkrutan, dan biaya agensi (Gunardi et al., 2020).

METODE

Proses *Systematic Literature Review* (SLR)

Pada penelitian ini, hasil penelitian-penelitian sebelumnya dianalisis dengan menggunakan metodologi *Systematic Literature Review* (SLR). SLR adalah salah satu metodologi untuk menganalisis dan digunakan untuk mencari, mengevaluasi, dan menginterpretasikan secara efektif dari hasil penelitian dalam area penelitian ilmiah tertentu dan menyajikan temuan dari berbagai artikel ilmiah tentang pertanyaan penelitian atau tema yang diteliti (Faisal Abrar et al.,

2020; Pati & Lorusso, 2018). Disebut sistematis karena menggunakan metodologi yang konsisten dan diterima secara luas dan mampu mengatasi masalah kualitas, seperti bias, replikabilitas, kredibilitas, dan sebagainya.

Metode SLR dimulai dari proses untuk mengumpulkan data berupa artikel ilmiah, di mana artikel tersebut telah melewati proses penelaahan sejawat (*peer review*) sehingga validitas dan kelayakan artikel tersebut dapat dipertanggungjawabkan. SLR menyajikan hasil pencarian artikel ilmiah secara terstruktur sehingga dapat mengidentifikasi tema atau Tema yang sedang tren. Metode SLR dapat mengungkapkan kesenjangan penelitian atau *research gaps* yang signifikan pada artikel-artikel ilmiah sehingga dapat diteliti lebih lanjut. Selain itu, metode SLR dapat mengurangi bias dalam proses penelitian yang tidak diinginkan (Hastutik et al., 2022).

SLR sebagai sebuah metodologi, mencakup proses pengumpulan, pengaturan, dan penilaian terhadap artikel ilmiah yang ada dalam suatu basis data jurnal ilmiah di mana "pengumpulan" mengacu pada proses mengidentifikasi dan memperoleh artikel ilmiah, "pengaturan" berkaitan dengan mengorganisasi dan memilih artikel ilmiah, dan "penilaian" berkaitan dengan proses mengevaluasi dan melaporkan artikel ilmiah tersebut. Hasil dari proses ini menunjukkan bahwa SLR, sebagai hasil dari penelitian, menandakan sebuah pemahaman terhadap state of the art atau desain penelitian tentang artikel ilmiah yang ada (Paul et al., 2021).

Beberapa pertimbangan mengapa SLR dipilih sebagai salah satu metode penelitian adalah pertama; menghindari penelitian berulang yang tidak secara substansial memajukan ilmu pengetahuan, Kedua; menjadi pedoman dalam merencanakan sebuah penelitian agar secara substansial memajukan pengetahuan, dan Ketiga; mendukung klaim kebaruan atau novelty ketika ada perbedaan antara teori lama dan baru secara menyolok atau kontras (Paul et al., 2021).

Dalam prakteknya, proses SLR dibagi menjadi tiga langkah utama, yaitu perencanaan, pelaksanaan, dan pelaporan. Tahap perencanaan SLR untuk studi ini diberikan di bawah ini dalam bentuk protokol tinjauan. Makalah ini merupakan gabungan dari protokol tinjauan serta analisis data hasil. Menurut Ali dkk. dan Kitchenham dkk., bias penelitian dapat dikurangi dengan bantuan protokol tinjauan, sehingga meningkatkan akurasi dan keberulangan tinjauan.

Protokol PRISMA

Penggunaan sebuah protokol dalam penelitian SLR sangat penting, karena protokol memastikan perencanaan yang hati-hati, konsistensi dalam implementasi, dan transparansi. Dengan kata lain, protokol memungkinkan para peneliti untuk memperkirakan masalah, mengurangi keragu-raguan, mendorong akuntabilitas, dan menjaga integritas penelitian. (Paul et al., 2021). Dalam pelaksanaan penelitian, protokol PRISMA telah terbukti menjadi solusi dalam penelitian yang menggunakan SLR (Wicaksono et al., 2022)

PRISMA yang merupakan singkatan dari *The Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*, adalah metode atau protokol untuk melakukan Systematic Literature Reviews (SLR) dengan rumusan pertanyaan penelitian yang jelas (Wicaksono et al., 2022).

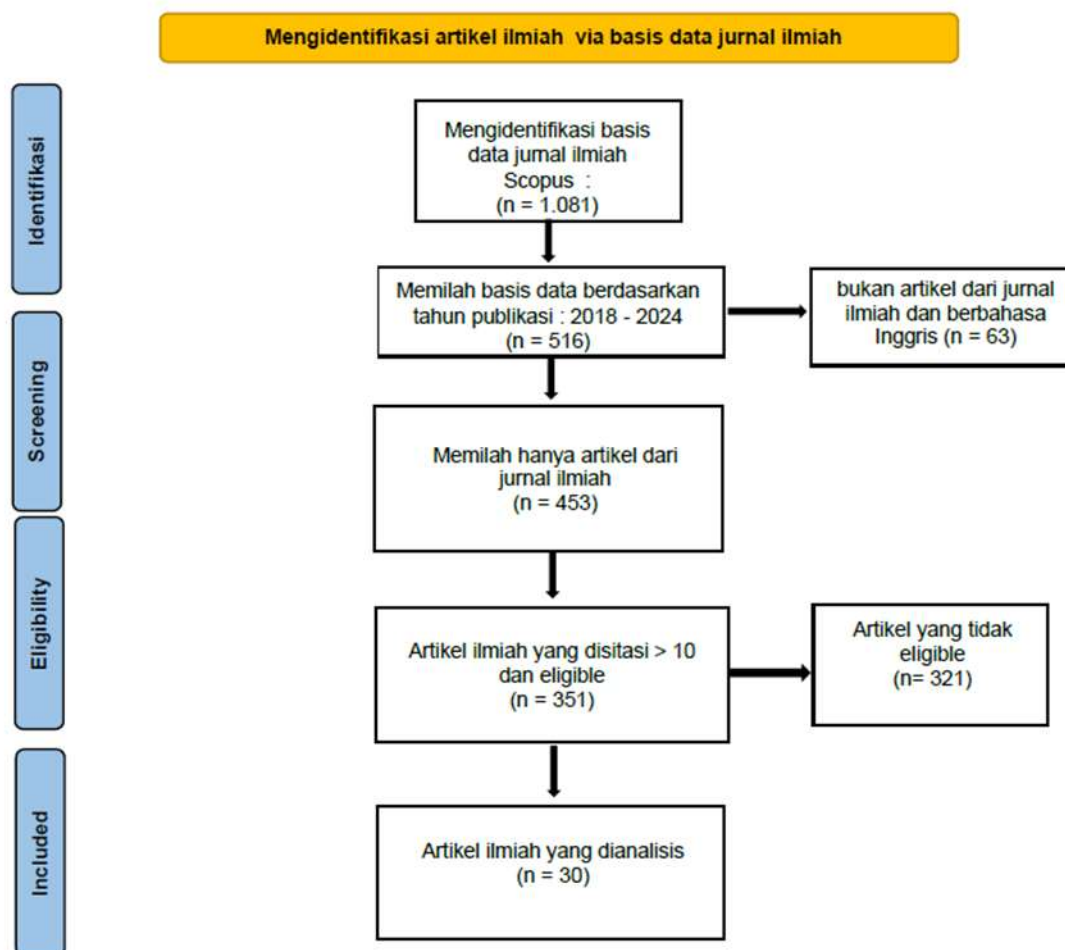
Ritika dalam penelitiannya menyebutkan bahwa protokol PRISMA mencakup empat tahapan sebagaimana gambar 1 dan juga dibagi menjadi tiga langkah: Perencanaan Tinjauan, Pelaksanaan Tinjauan, dan Pelaporan Hasil. Salah satu manfaat utama menggunakan protokol PRISMA adalah menghemat waktu dalam mencari artikel ilmiah yang terkait dengan tema penelitian.

Analisis PRISMA digunakan sebagai panduan untuk penelitian SLR ini, karena dapat mengelola artikel ilmiah dalam jumlah yang banyak dan proses yang relatif ketat serta rinci. PRISMA bermanfaat karena menggabungkan beberapa proses sehingga konsisten, transparan, dan terstandar dalam menghasilkan penelitian kualitatif. Metode ini dikenal sebagai proses

sistematis karena mengikuti sebuah protokol yang dapat mencakup semua Tema yang relevan (Albhirat et al., 2024; Harie et al., 2023).

Dengan menggunakan PRISMA, penggunaan kata kunci menjadikan proses lebih efektif dan efisien karena akan memudahkan dalam menentukan cakupan dan batasan penelitian. Melalui empat prosedur yaitu pengidentifikasian, penyaringan, penentuan kelayakan dan pemilihan, PRISMA membantu peneliti dalam menemukan artikel ilmiah yang sesuai dengan tujuan penelitian (Jamaludin, 2021; Wicaksono et al., 2022). Analisis penelitian ini menggunakan satu basis data jurnal penelitian online yaitu Scopus. Basis data komprehensif ini mencakup penelitian di berbagai disiplin ilmu, seperti ilmu sosial, bisnis, pemasaran, pengembangan, akuntansi, ekonomi, lingkungan, kedokteran, hukum, teknologi, dan rekayasa.

Merencanakan *review*; setelah tujuan penelitian ditentukan, langkah pertama adalah melakukan identifikasi atau pencarian dengan kata kunci. Pada langkah ini ditentukan tema apa yang akan dicari, interval waktu terbitnya jurnal, dan sumber yang akan dipilih (Maurya et al., 2023). Kata kunci yang digunakan adalah: "SEMUA" ("capital" DAN "structure"). Pencarian menggunakan "SEMUA" untuk mendapatkan artikel yang lebih luas terkait *Capital Structure*. Basis data yang digunakan untuk pencarian artikel ilmiah ini adalah Scopus. *Systematic Literature Reviews* hanya mencakup artikel dari Jurnal Penelitian dan ditulis dalam bahasa Inggris saja.



Gambar 1. Flowchart PRISMA untuk Systematic Literature Review (Harie et al., 2023; Maurya et al., 2023; Wicaksono et al., 2022)

Melaksanakan proses *review*; penelitian berbasis *Systematic Literature Review* harus memiliki cakupan yang luas dan terdiri dari : Analisis Deskriptif dan Analisis Utama (Maurya et al., 2023). Analisis deskriptif menyediakan informasi seperti publikasi artikel berdasarkan tahun, daftar jurnal, dan publikasi oleh para penulis. Semua informasi ini dikumpulkan untuk

mengenali tren yang terjadi dalam area penelitian. Analisis utama digunakan untuk mengumpulkan informasi guna mencapai tujuan penelitian. Analisis dimulai dengan membaca artikel ilmiah dan memahami isinya. Setelah itu, mengelompokkan area penelitian sesuai dengan tujuan dan pertanyaan penelitian. Kemudian, informasi tersebut disimpan, digabungkan, dan disusun secara sistematis.

Pelaporan Hasil, langkah terakhir adalah membuat laporan yang memverifikasi proses *Systematic Literature Review* dan menjelaskan hasil keseluruhan. Juga menganalisis dengan mempertimbangkan tujuan penelitian, hasil temuan dan tren yang sedang terjadi.

Pertanyaan Penelitian

Penelitian mengenai struktur modal yang dipengaruhi oleh faktor-faktor internal dan eksternal perusahaan banyak dilakukan dan dikaitkan dengan teori *Trade-off* dan teori *Pecking Order*, namun demikian belum diketahui secara pasti faktor-faktor mana saja yang berpengaruh secara signifikan di berbagai penelitian. Melalui penelitian ini peneliti berharap dapat diketahui faktor-faktor yang berpengaruh secara signifikan dengan membuat pertanyaan penelitian sebagai berikut : Pertama, faktor-faktor internal atau eksternal perusahaan, yang dominan berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal; Kedua, faktor-faktor apa saja yang berpengaruh signifikan terhadap masing-masing faktor internal atau eksternal perusahaan.

HASIL dan PEMBAHASAN

Hasil

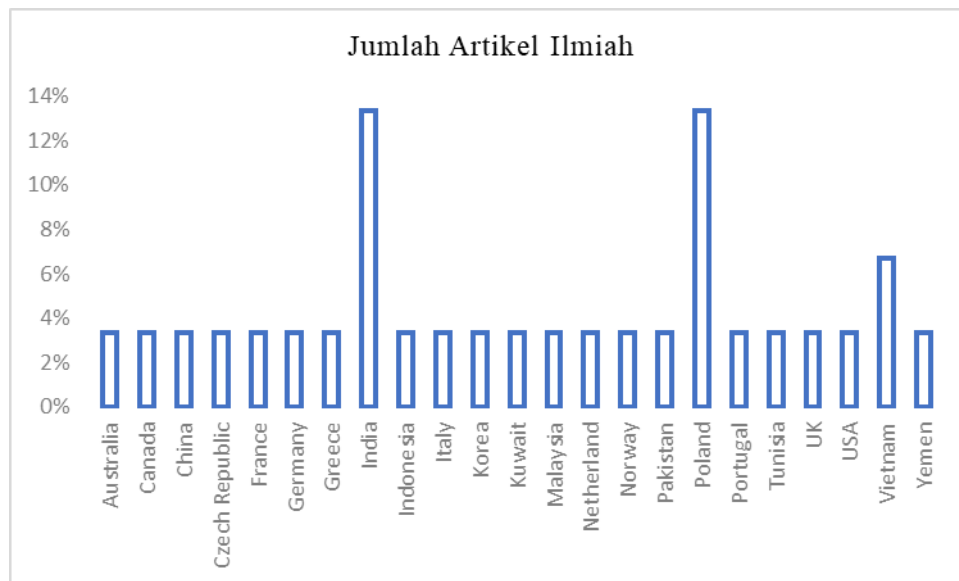


Gambar 2. Sebaran Negara Penulis Artikel Ilmiah

Sumber : data diolah

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan metode Prisma dan memanfaatkan basis data Scopus, diperoleh 30 artikel ilmiah yang masuk dalam kategori. Berdasarkan institusi penulis artikel, sebaran negara yang menghasilkan artikel terbanyak adalah negara-negara di Eropa dan India. Capital Structure menjadi Tema penelitian yang banyak dipilih dengan berbagai novelty atau kebaruan baik dari jumlah variabel, metode yang dipakai dan sebagainya. Struktur modal dipilih sebagai Tema penelitian karena banyak didiskusikan di kalangan praktisi dan akademisi. Struktur modal yang optimal dapat mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Teori mengenai struktur modal menjelaskan alokasi sumber daya yang optimal antara utang dan ekuitas. Praktisi dan akademisi menggunakan faktor-faktor penentu struktur modal yang optimal (Hastutik et al., 2022).

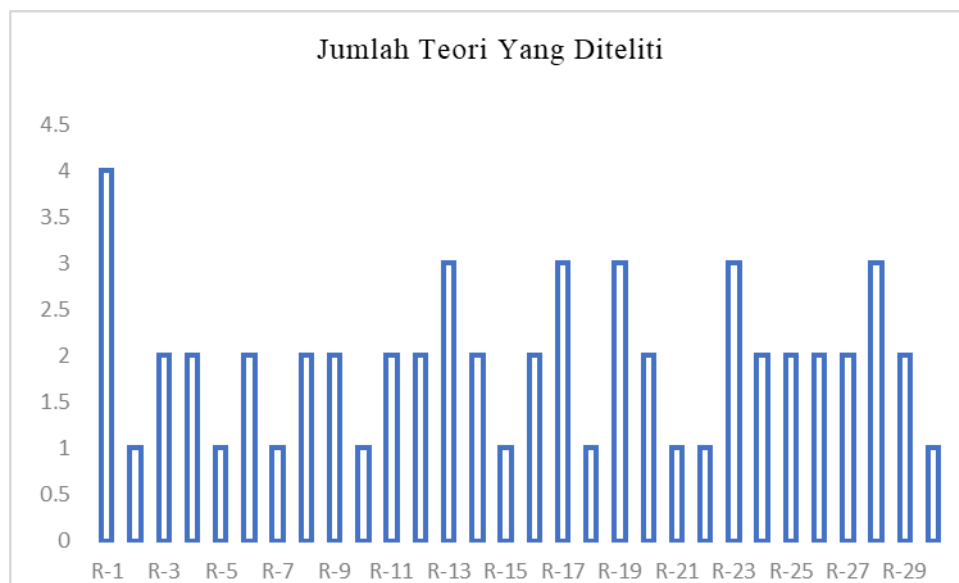
Artikel Ilmiah yang terpilih bersumberkan dari jurnal ilmiah dari luar negeri, yang diteliti oleh peneliti dari dalam dan luar negeri. Untuk dalam negeri, penelitian tersebut dilakukan oleh beberapa peneliti yang berkolaborasi dari Universitas Pasundan, Universitas Padjadjaran, Universitas Sultan Ageng Tirtayasa dan Universitas Sannio, Italia. Adapun penulis dari luar negeri berasal dari benua Australia, Asia, Amerika dan Eropa.



Gambar 3. Jumlah Artikel Ilmiah (persentase)

Sumber : data diolah

Penghimpunan artikel ilmiah mengenai variabel yang mempengaruhi Struktur Modal menggunakan protokol Prisma. Dari sekian banyak artikel ilmiah yang dihimpun dan terpilih, artikel ilmiah yang ditulis oleh peneliti dari negara India dan Polandia yang menempati jumlah terbanyak. Dari jumlah artikel ilmiah yang terpilih sebanyak 30 buah, masing-masing sebanyak 13% adalah artikel yang ditulis peneliti dari India dan Polandia. Selebihnya adalah penulis dari berbagai negara.



Gambar 4. Jumlah Teori yang Diteliti

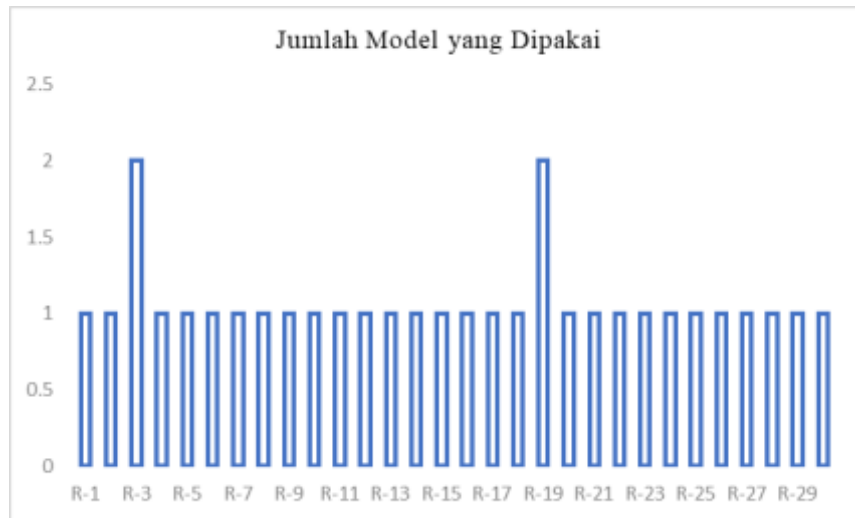
Sumber : data diolah

Tema mengenai struktur modal menjadi perhatian dan diskusi di antara peneliti dan praktisi. Dalam hal ini, peneliti menggunakan beberapa teori untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Teori yang banyak dipakai dalam penelitian adalah teori *Trade-off* dan teori *Pecking Order*. Beberapa peneliti menggunakan teori tersebut baik secara parsial atau simultan, juga mengkombinasikannya dengan beberapa teori lainnya seperti teori *Market Timing*, *Agency* dan *Upper Echelons*. Sebanyak 20 penelitian menganalisis teori *Trade-off* dan teori *Pecking Order* secara bersamaan, 3 penelitian hanya fokus pada teori *Trade-off* dan 6 penelitian menitikberatkan pada teori *Pecking Order*.

Dalam penelitian SLR ini ditemukan artikel yang menggunakan lebih dari 2 teori yaitu artikel ilmiah dengan judul *Firm and Industry Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the*

Australian Market yang ditulis oleh Larry Li dan Silvia Z. Islam. Penelitian ini menggunakan pendekatan dengan menggunakan beberapa teori yaitu teori *Trade-off*, teori *Pecking Order*, teori *Market Timing* dan teori *Agency* (Li & Islam, 2019). Adapun artikel ilmiah lainnya mengkombinasikan beberapa teori namun tidak lebih dari artikel ilmiah yang ditulis oleh Larry Li dan Silvia Z. Islam.

Dari hasil penghimpunan dan terpilihnya artikel ilmiah, teori yang dipakai dalam penelitian mereka tidak lebih dari 2 teori dan mayoritas meneliti menggunakan basis teori *Trade-off*, teori *Pecking Order*.



Gambar 5. Jumlah Model yang Dipakai Peneliti

Sumber : data diolah

Terkait dengan model yang dipakai oleh para peneliti, sebanyak 70% dari artikel ilmiah sebanyak 30 artikel yang diteliti menggunakan model *Ordinary Least Squares Regression*, 27% menggunakan model *Generalized Method of Moments (GMM)* dan sisanya menggunakan model lain dalam penelitiannya. Ada 2 penelitian yang menggunakan 2 model 1) *Determinants of Capital Structure: Evidence from Sub-Saharan African Firms* menggunakan model *Generalized Method of Moments (GMM)* dan *Quadratic Regressions*, diteliti oleh Wafa Khémiri dan Hédi Noubbigh 2) *Determinants of Capital Structure; a Sector-level Analysis for Indian Manufacturing Firms* menggunakan model *Ordinary Least Squares Regression* dan *Generalized Method of Moments (GMM)*, diteliti oleh Ajaya Kumar Panda dan Swagatika Nanda.

Tabel 1. Faktor-Faktor Internal Perusahaan yang Berpengaruh terhadap Struktur Modal

Artikel	Konsep													
	Faktor Internal													
Unit Analisis	Profitabilitas	Likuiditas	Ukuran Perusahaan	Kepemilikan Asset	Pertumbuhan Perusahaan	Return on Equity (ROE)	Non-Debt Tax Shield	Kelayakan Kredit	Umur Perusahaan	Leverage sebelumnya	Struktur Kepemilikan	Tobin's Q	Collateral	Earnings Volatility
R-1														
R-2														
R-3														
R-4														
R-5														
R-6														
R-7														
R-8														
R-9														
R-10														
R-11														
R-12														
R-13														
R-14														
R-15														
R-16														
R-17														
R-18														
R-19														
R-20														
R-21														
R-22														
R-23														
R-24														
R-25														
R-26														
R-27														
R-28														
R-29														
R-30														

Dalam penelitian yang dilakukan, para peneliti melakukan penelitian untuk melihat faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, adapun faktor yang diteliti adalah faktor internal dan eksternal perusahaan. Dari ke 30 artikel ilmiah yang terpilih, diperoleh keterangan bahwa ada 14 faktor internal yang memiliki pengaruh terhadap Struktur Modal perusahaan Setiap artikel ilmiah menggunakan beberapa faktor sebagai unit analisisnya.

Dari hasil penelitian yang dilakukan terhadap faktor internal perusahaan, faktor Ukuran Perusahaan adalah faktor mempengaruhi Struktur Modal terbanyak, yaitu dibahas pada 24 artikel ilmiah. Sedangkan faktor Kepemilikan Aset merupakan faktor kedua terbanyak yang mempengaruhi terhadap Struktur Modal yaitu dibahas pada 19 artikel ilmiah. Adapun hasil penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal pada 30 artikel ilmiah yang terpilih yaitu faktor Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Aset, Pertumbuhan Perusahaan, *Return on Equity (ROE)*, *Non-Debt Tax Shield*, Kelayakan Kredit, Umur Perusahaan, *Leverage* sebelumnya, Struktur Kepemilikan, *Collateral* dan *Earnings Volatility*.

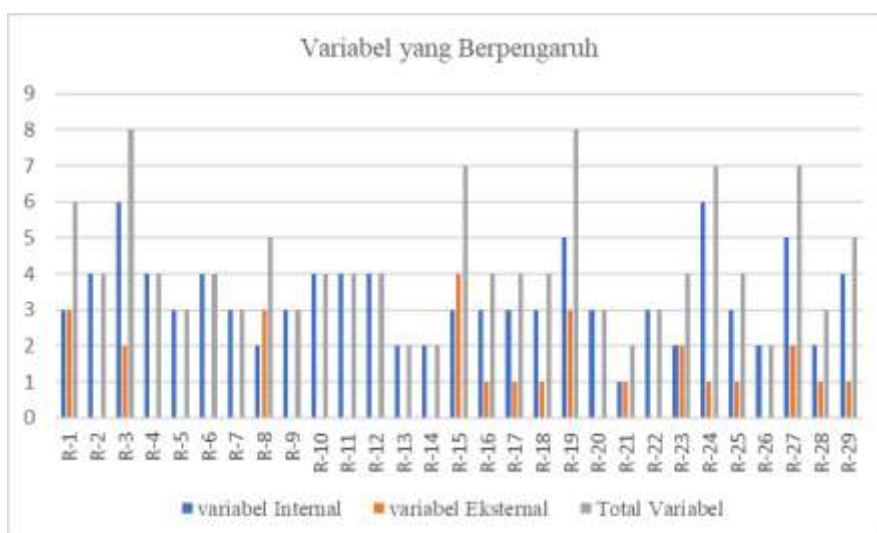
Tabel 2. Faktor-Faktor Eksternal Perusahaan yang Berpengaruh terhadap Struktur Modal

Artikel	Konsep Faktor Eksternal													
	Analisis Unit	Kontribusi PDB	Persaingan Pasar	Tingkat Pertumbuhan Pendapatan Industri	Biaya Akses terhadap Pendanaan	Sektor industri	Tingkat Inflasi	Tingkat Suku Bunga	Kualitas Kelembagaan	Perpajakan	Investasi Asing	Risiko	Peluang Investasi	Perkembangan Lembaga Keuangan
R-1	✓		✓	✓										
R-2														
R-3														
R-4														
R-5														
R-6														
R-7														
R-8														
R-9														
R-10														
R-11														
R-12														
R-13														
R-14														
R-15														
R-16														
R-17														
R-18														
R-19														
R-20														
R-21														
R-22														
R-23	✓													
R-24														
R-25														
R-26														
R-27	✓													
R-28														
R-29														
R-30														

Selain meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan dari sisi faktor internal perusahaan, para peneliti juga menganalisis faktor-faktor eksternal perusahaan. Dari sebanyak 30 artikel ilmiah yang diteliti, diperoleh hasil penelitian yaitu terdapat 13 faktor-faktor eksternal yang memiliki pengaruh terhadap Struktur Modal perusahaan. Faktor-faktor tersebut adalah Kontribusi PDB, Persaingan Pasar, Tingkat Pertumbuhan Pendapatan Industri, Biaya Akses terhadap Pendanaan, Sektor industri, Tingkat Inflasi, Tingkat Suku Bunga, Kualitas Kelembagaan, Perpajakan, Investasi Asing, Risiko, Peluang Investasi dan Perkembangan Lembaga Keuangan.

Hasil dari penelitian pada 30 artikel ilmiah yang diteliti, faktor Kontribusi PDB, Tingkat Inflasi dan Pajak merupakan faktor yang mempengaruhi struktur modal dan masing-masing dibahas pada 4 artikel ilmiah.

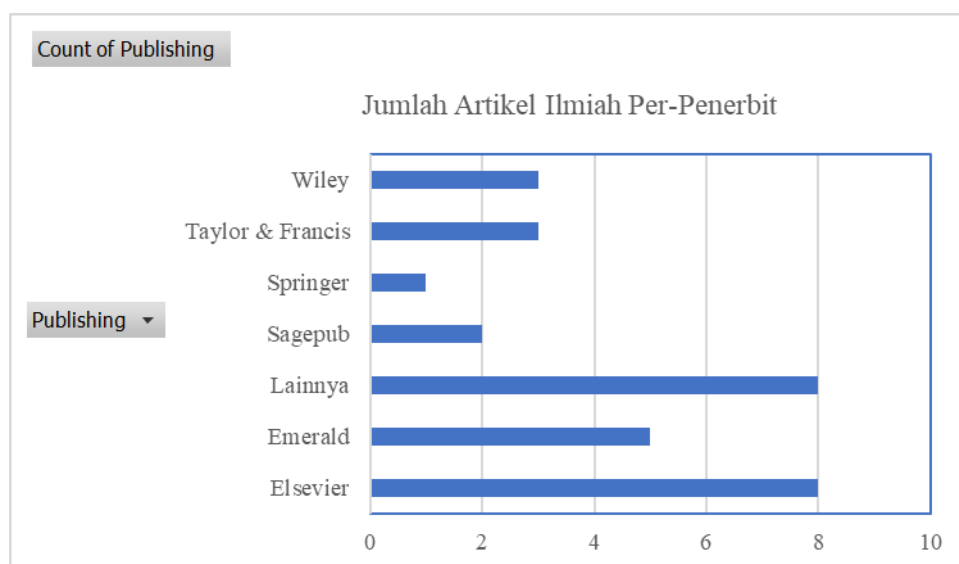




Gambar 6. Jumlah Faktor yang Berpengaruh

Sumber : data diolah

Dari sekian banyak faktor yang diteliti, hasil yang diperoleh berbeda antara satu penelitian dengan penelitian lainnya. Setiap artikel ilmiah menjelaskan faktor yang mempengaruhi Struktur Modal yang berbeda. Di penelitian ini ditemukan bahwa ada 2 artikel ilmiah yang memperoleh hasil dengan 8 faktor yang mempengaruhi Struktur Modal, yaitu *Determinants of Capital Structure: Evidence from sub-Saharan African Firms*, yang diteliti oleh Wafa Khémiri dan Hédi Noubbigh serta *Determinants of Capital Structure; a Sector-level Analysis for Indian Manufacturing Firms* yang diteliti oleh Ajaya Kumar Panda dan Swagatika Nanda. Pada artikel ilmiah pertama, faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal adalah Ukuran Perusahaan, Aset Berwujud/Harta Tetap, *Return on Equity* (ROE), *Non-Debt Tax Shield*, Umur Perusahaan, Tobin's Q, Sektor Industri dan Tingkat Inflasi, sedangkan pada artikel ilmiah kedua, faktor yang mempengaruhi Struktur Modal adalah Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Aset Berwujud/Harta Tetap, Pertumbuhan Perusahaan, *Non-Debt Tax Shield*, Tingkat Pertumbuhan Pendapatan Industri, Tingkat Inflasi, dan Investasi Asing.



Gambar 7. Jumlah Artikel Ilmiah Per Penerbit (terindeks Scopus)

Sumber : data diolah

Artikel ilmiah yang terpilih diperoleh dari sumber data base Scopus atau artikel ilmiah yang diterbitkan oleh jurnal terindeks Scopus. Dari ke 30 artikel ilmiah yang terpilih, 8 artikel ilmiah diterbitkan oleh jurnal Elsevier sedangkan 8 artikel lainnya diterbitkan oleh Jurnal Ilmiah lainnya. Sedangkan lainnya yaitu diterbitkan oleh Emerald, Wiley, Taylor & Francis, Sagepub serta Springer.

Tabel 3. Daftar Peneliti dan Artikel Ilmiah

Nomor	Peneliti	Judul Artikel Ilmiah
R-1	L. Li	Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market
R-2	P. Rao	A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India
R-3	W. Khémiri	Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms
R-4	A.Y.H. Saif-Alyousfi	Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms
R-5	J. Belas	Impact of selected characteristics of smes on the capital structure
R-6	A. Chakrabarti	The capital structure puzzle – evidence from Indian energy sector
R-7	J.J.S. Ramalho	The impact of family ownership on capital structure of firms: Exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis
R-8	J. Jaworski	Determinants of enterprises' capital structure in energy industry: Evidence from european union
R-9	A.R. Khaki	Factors affecting the capital structure: New evidence from GCC countries
R-10	T.H. Van Hoang	Do crises impact capital structure? A study of French micro-enterprises
R-11	A. Moradi	The firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis
R-12	S. Dakua	Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure
R-13	A.B.T. Prieto	Internal and external determinants of capital structure in large Korean firms
R-14	M. Sikveland	Determinants of capital structure in the Norwegian salmon aquaculture industry
R-15	M. Hang	Measurement matters—A meta-study of the determinants of corporate capital structure
R-16	D. Kenourgios	The capital structure dynamics of European listed SMEs
R-17	N.A. Ramli	Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia
R-18	R. Kaur	The Impact of CEOs' Characteristics on Corporate Leverage: Indian Scenario
R-19	AK. Panda	Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms
R-20	CT Nguyen	Corporate Capital Structure Adjustments: Evidence from Vietnam Stock Exchange Market
R-21	J Jermias	Factors affecting leverage during a financial crisis: Evidence from Turkey
R-22	CA Hartwell	Firm-Level and Institutional Determinants of Corporate Capital Structure in Poland
R-23	A. Gunardi	Capital Structure Determinants of Construction Firms: Does Firm Size Moderate the Results?
R-24	J Koralun-Bereznicka	Firm size and debt maturity as indirect determinants of capital structure: evidence from European panel data
R-25	S Ali	Corporate Taxation and Firm-Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the UK and US Multinational Firms
R-26	C Charles	Capital structure determinants for arts nonprofits
R-27	A Shahzad	The determinants of capital structure: Evidence from SAARC countries
R-28	KH Kyisisima	Analysis of capital structure stability of listed firms in China
R-29	BT Khoa	Capital Structure and Trade-Off Theory: Evidence from Vietnam
R-30	L Czerwonka	Capital structure determinants of small and medium-sized enterprises: evidence from Central and Eastern Europe

Pembahasan

Systematic Literature Review ini menganalisis artikel-artikel yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya dengan tema analisis terhadap struktur modal dengan pendekatan teori *trade-off* dan *pecking order*. SLR bertujuan untuk menemukan penelitian sebelumnya secara sistematis dan menelitinya untuk mencari kemungkinan novelty atau topik penelitian lainnya. Hasil dari penelitian SLR ini sebagai bukti empiris mengenai manajemen keuangan, terutama hal-hal yang terkait dengan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan pendekatan teori *Trade-off* dan *Pecking Order*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada perbedaan faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi struktur modal dalam perusahaan, dari setiap penelitian yang dilakukan. Faktor-faktor tersebut akan mempengaruhi manajer keuangan dalam menentukan struktur modal yang optimal. Dengan begitu manajer keuangan, dapat menentukan atau memilih cara yang tepat agar nilai perusahaan perusahaan meningkat. Bila manajer keuangan ingin meningkatkan nilai perusahaan dengan mengoptimalkan utang, keputusan tersebut selaras dengan teori *Trade-Off*. Selain itu, ketika manajer keuangan berupaya meningkatkan kesejahteraan investor dengan memberikan nilai dividen yang semakin positif atau meningkat, hal ini selaras dengan teori *Pecking Order*.

Sejalan dengan teori *Thread-off*, perusahaan mencari sumber pendanaan dari luar perusahaan untuk mendukung dan mengembangkan bisnisnya (Hastutik et al., 2022). Ketika perusahaan memerlukan pendanaan, industri perbankan bisa mendukung penyediaan dananya selama faktor internal perusahaan seperti perpajakan, ukuran perusahaan, kepemilikan aset/aset berwujud, kelayakan kredit, leverage dan *collateral* memiliki indikator yang baik. Pada kondisi tertentu, peningkatan jumlah utang perusahaan akan memberikan dampak positif bagi kondisi keuangan perusahaan.

Selaras dengan teori *Pecking Order*, perusahaan akan mengandalkan pendanaan dari sumber internal perusahaan terlebih dulu untuk menjalankan operasional perusahaan dan menghasilkan laba (Agyei et al., 2020). Faktor-faktor internal perusahaan seperti *non debt tax shield*, struktur kepemilikan perusahaan, *earning volatility* yang baik menjadi faktor akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan modal yang dimilikinya.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk melihat faktor-faktor internal dan eksternal Perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal Perusahaan dan dikaitkan dengan penerapan teori *Thread-off* dan *Pecking Order*. Dalam prakteknya, manajer keuangan bisa memilih untuk menerapkan salah satu dari kedua teori tersebut dan memperhatikan faktor-faktor internal dan eksternal mana saja yang perlu diperhatikan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan. Pertama, penelitian ini bergantung pada hasil penelitian sebelumnya yang tidak secara spesifik menyebutkan jenis industri yang diteliti, di mana setiap industri memiliki perhitungan struktur modal yang berbeda. Keterbatasan kedua adalah bahwa faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya sangat beragam baik faktor internal maupun eksternal perusahaan. Ketiga, penelitian sebelumnya juga tidak menyebutkan secara spesifik apakah dana internal yang digunakan juga bersumber dari sumber informal, termasuk keluarga dan teman.

Penelitian di masa depan dapat mempertimbangkan berbagai faktor seperti kepemilikan perusahaan atau sumber modal internal. Pemilik perusahaan pasti memiliki kebijakan atau pertimbangan dalam menggunakan pendanaan dari luar dan dengan begitu dapat diketahui teori mana yang diterapkan.

DAFTAR PUSTAKA

1. Albhirat, M. M., Rashid, A., Rasheed, R., Rasool, S., Zulkiffli, S. N. A., Zia-ul-Haq, H. M., & Mohammad, A. M. (2024). The PRISMA statement in enviropreneurship study: A systematic literature and a research agenda. *Cleaner Engineering and Technology*, 18, 100721. <https://doi.org/10.1016/j.clet.2024.100721>
2. Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2021). Application of capital structure theories: A systematic review. *Journal of Advances in Management Research*, 18(2), 173–199. <https://doi.org/10.1108/JAMR-01-2020-0017>
3. Faisal Abrar, M., Sohail, M., Ali, S., Faran Majeed, M., Ali Shah, I., Rashid, N., & Ullah, N. (2020). De-motivators for the adoption of agile methodologies for large-scale software development teams: An SLR from management perspective. *Journal of Software: Evolution and Process*, 32(12), e2268. <https://doi.org/10.1002/smr.2268>
4. Gunardi, A., Firmansyah, E., Widyaningsih, I., & Rossi, M. (2020). Capital Structure Determinants of Construction Firms: Does Firm Size Moderate the Results? *Montenegrin Journal of Economics*, 16(2), 93–100. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2020.16-2.7>
5. Harie, Y., Gautam, B. P., & Wasaki, K. (2023). Computer Vision Techniques for Growth Prediction: A Prisma-Based Systematic Literature Review. *Applied Sciences*, 13(9), Article 9. <https://doi.org/10.3390/app13095335>
6. Hastutik, S., Soetjipto, B. E., Wadoyo, C., & Winarno, A. (2022). Trade-Off and Pecking Order Theory of Capital Structure in Indonesia: Systematic Literature Review. *Journal of Positive School Psychology*, 5585–5597.
7. Jamaludin, M. (2021). The influence of supply chain management on competitive advantage and company performance. *Uncertain Supply Chain Management*, 9(3), 696–704. Scopus. <https://doi.org/10.5267/j.uscm.2021.4.009>
8. Khanna, T. G. and D. K. (2022). A Systematic Literature Review Analysis Of The Capital Structure Theories & Its Determinants: An Estimation Of The Future Trends. *Journal of Pharmaceutical Negative Results*, 7417–7425. <https://doi.org/10.47750/pnr.2022.13.S07.893>
9. Kumar, N., Brint, A., Shi, E., Upadhyay, A., & Ruan, X. (2019). Integrating sustainable supply chain practices with operational performance: An exploratory study of Chinese SMEs. *Production Planning and Control*, 30(5–6), 464–478. Scopus. <https://doi.org/10.1080/09537287.2018.1501816>
10. Kyissima, K. H., Xue, G. Z., Yapatake Kossele, T. P., & Abeid, A. R. (2019). Analysis of capital structure stability of listed firms in China. *China Finance Review International*, 10(2), 213–228. <https://doi.org/10.1108/CFRI-05-2018-0044>
11. Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 59, 425–437. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
12. Maurya, R., Mohta, A., & Shunmugasundaram, V. (2023). IMPACT OF FINANCIAL LITERACY ON INVESTORS: A SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW USING PRISMA PROTOCOL. *International Journal of Accounting & Finance Review*, 14(1), 53–66. <https://doi.org/10.46281/ijaf.v14i1.1975>
13. Pati, D., & Lorusso, L. N. (2018). How to Write a Systematic Review of the Literature. *HERD: Health Environments Research & Design Journal*, 11(1), 15–30. <https://doi.org/10.1177/1937586717747384>



14. Paul, J., Lim, W. M., O’Cass, A., Hao, A. W., & Bresciani, S. (2021). Scientific procedures and rationales for systematic literature reviews (SPAR-4-SLR). *International Journal of Consumer Studies*, 45(4). <https://doi.org/10.1111/ijcs.12695>
15. Wicaksono, S. R., Setiawan, R., & Purnomo, P. (2022). Decision Support System for Stock Trading: Systematic Literature Review using PRISMA. *SainteknoL : Jurnal Sains Dan Teknologi*, 20(1), Article 1. <https://doi.org/10.15294/sainteknoL.v20i1.37744>

