

TRANSFORMASI RISET STRUKTUR MODAL SINTESIS BIBLIOMETRIK DAN PEMETAAN ENAM KLUSTER TEMATIK (2020-2025)

Shanti Pramelia¹; Herry A. Buchory²; Ismail Solihin³

Pascasarjana Universitas Widyatama, Bandung^{1,2,3}

Email : pramelia.shanti@widyatama.ac.id¹; herry.achmad@widyatama.ac.id²;
ismail.solihin@widyatama.ac.id³

ABSTRAK

Riset tentang struktur modal telah berkembang pesat, melampaui teori tradisional seiring dengan dinamika pasar global, isu keberlanjutan, dan temuan dari *behavioral finance*. Namun, pemahaman tentang transformasi dan fragmentasi tema penelitian ini masih terbatas. Kajian ini bertujuan untuk memetakan lanskap intelektual dan evolusi riset struktur modal selama periode 2020-2025, dengan mengidentifikasi tema-tema dominan dan hubungan antar tema tersebut. Menggunakan metode *Systematic Literature Review (SLR)* dan analisis bibliometrik terhadap 41 artikel terpilih dari database Scopus, penelitian ini menerapkan protokol *PRISMA* untuk memastikan transparansi dan replikasi. Analisis *co-occurrence* kata kunci dengan VOSviewer digunakan untuk memetakan jaringan tema yang ada. Hasil analisis menunjukkan enam kluster tematik utama: (1) Landasan Teoritis & Penyesuaian Dinamis; (2) Tata Kelola Perusahaan & Penciptaan Nilai; (3) *Behavioral Finance* & Pengambilan Keputusan; (4) Fleksibilitas Finansial & Manajemen Strategis; (5) Perspektif Makro & Kinerja; dan (6) Keberlanjutan & Adaptasi Kontekstual. Sintesis temuan ini mengungkapkan pergeseran dari pendekatan statis menuju dinamika penyesuaian serta integrasi disiplin yang lebih luas. Temuan ini memberikan peta jalan yang berguna bagi peneliti dan praktisi dalam merumuskan kebijakan struktur modal yang adaptif dan responsif terhadap kompleksitas dunia bisnis kontemporer.

Kata Kunci : Struktur Modal; Tata Kelola Perusahaan; Keberlanjutan; Fleksibilitas Finansial; Analisis Bibliometrik

ABSTRACT

Research on capital structure has evolved beyond traditional theories, driven by global market dynamics, sustainability issues, and insights from behavioral finance. However, a comprehensive understanding of the transformation and fragmentation of research themes in this area remains limited. This study aims to map the intellectual landscape and evolution of capital structure research from 2020 to 2025, identifying dominant themes and their interrelationships. Using a Systematic Literature Review (SLR) method followed by bibliometric analysis of 41 selected articles from the Scopus database, the study applies the PRISMA protocol to ensure transparency and replicability. Co-occurrence keyword analysis using VOSviewer is employed to map the network of themes. The analysis reveals six major thematic clusters: (1) Theoretical Foundations & Dynamic Adjustment; (2) Corporate Governance & Value Creation; (3) Behavioral Finance & Decision Making; (4) Financial Flexibility & Strategic Management; (5) Macro Perspectives & Performance; and (6) Sustainability & Contextual Adaptation. The synthesis indicates a paradigm shift from static approaches to dynamic adjustment, alongside the integration of broader disciplines including governance, sustainability, and behavior. The findings provide a clear roadmap for researchers to explore gaps in the literature, while emphasizing the need for a holistic, adaptive approach to capital structure policy formulation in response to the complexities of contemporary business.

Keywords : Capital Structure; Corporate Governance; Sustainability; Financial Flexibility; Bibliometric Analysis

PENDAHULUAN

Studi mengenai struktur modal (*capital structure*) tetap menjadi fondasi dalam kajian *corporate finance* karena pengaruhnya yang krusial terhadap nilai perusahaan, biaya modal, dan kelangsungan hidup (Kruk, 2021). Teori-teori pionir seperti *trade-off theory* dan *pecking order theory* telah memberikan kerangka dasar untuk memahami preferensi pendanaan antara utang dan ekuitas. *Pecking order theory*, misalnya, yang menjelaskan kecenderungan perusahaan memilih pendanaan internal sebelum eksternal, masih relevan untuk memahami perilaku perusahaan yang menghindari biaya asimetri informasi (Marimuthu & Singh, 2021). Peran *corporate governance* dan perilaku manajerial dalam strategi pendanaan perusahaan memang diakui sangat penting, di mana keputusan struktur modal turut dipengaruhi oleh bagaimana pemimpin perusahaan bertindak (Fedorova et al., 2022; Joia et al., 2024). Namun, kompleksitas hubungan ini terlihat dari hasil penelitian Gustyana & Hanari (2022), yang mengungkapkan bahwa dari berbagai unsur *governance*, hanya kepemilikan institusional yang memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sementara itu, unsur-unsur lain seperti ukuran dewan komisaris, komisaris independen, dan komite audit justru tidak berpengaruh signifikan.

Lanskap penelitian struktur modal telah berevolusi dengan cepat, didorong oleh dinamika global yang kompleks. Keputusan pendanaan kini dipahami sebagai hasil interaksi yang kompleks dari faktor internal dan eksternal. Di tingkat internal, karakteristik CEO seperti latar belakang pendidikan dan pengalaman terbukti berperan besar dalam menentukan sumber pendanaan yang dipilih (de Silva & Banda, 2022; Mundi & Kaur, 2022). Sementara itu, faktor eksternal seperti kebijakan pemerintah, kondisi pasar, dan guncangan makroekonomi turut memaksa perusahaan untuk menyesuaikan strategi mereka (Al-Hawatmah & Shaban, 2023; X. Li et al., 2020; Tesema, 2024). Peristiwa seperti pandemi COVID-19, misalnya, mengubah cara perusahaan merumuskan kebijakan pendanaan mereka, dengan lebih banyak yang mengadopsi pendekatan yang memperhitungkan faktor psikologis dan perilaku pasar, sebagaimana dijelaskan dalam perspektif *behavioral finance* (Amorim et al., 2022). Selain itu, isu keberlanjutan dan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) semakin penting, dengan penelitian menunjukkan bahwa corporate governance memainkan peran kunci dalam keputusan investasi yang lebih berkelanjutan (Gutiérrez-Ponce, 2024).

Evolusi yang cepat dan multidimensi ini telah menghasilkan literatur yang kaya namun semakin terfragmentasi, dengan tema-tema yang berkembang dalam jalurnya masing-masing. Kondisi ini menimbulkan tantangan untuk memperoleh pemahaman yang komprehensif, terintegrasi, dan terkini mengenai struktur intelektual serta arah perkembangan riset struktur modal. Untuk mengatasi tantangan pemetaan ini, analisis bibliometrik muncul sebagai alat yang sangat berguna untuk memahami lanskap riset terkini secara objektif dan sistematis. Pendekatan

ini memungkinkan peneliti untuk mengidentifikasi dan menggambarkan perubahan serta perkembangan teori dan praktik dalam waktu tertentu, melampaui tinjauan literatur tradisional yang bersifat naratif dan subjektif.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk memetakan transformasi dan struktur intelektual riset struktur modal periode 2020-2025 melalui analisis bibliometrik yang komprehensif. Secara spesifik, kajian ini berupaya: (1) Mengidentifikasi kluster-kluster tematik utama yang mendominasi penelitian terkini, (2) Menganalisis hubungan dan dinamika antar kluster tersebut, dan (3) Menyintesis temuan untuk memberikan peta jalan bagi penelitian masa depan. Diharapkan, sintesis ini tidak hanya memperkaya diskusi akademis tetapi juga memberikan panduan praktis bagi perusahaan untuk merancang strategi pendanaan yang lebih adaptif dan responsif terhadap dinamika pasar, sekaligus membantu regulator dalam mendorong transparansi dan akuntabilitas, khususnya dalam pengungkapan aspek *ESG* dan praktik tata kelola perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Perdebatan teoretis mengenai struktur modal hingga saat ini masih didominasi oleh tiga teori utama: *Trade-Off Theory*, *Pecking Order Theory*, dan *Agency Theory*. *Trade-Off Theory* mengusulkan bahwa perusahaan menyeimbangkan keuntungan dari perisai pajak (*tax shield*) yang diberikan oleh utang dengan biaya finansial distress dan kebangkrutan (Marimuthu & Singh, 2021). Sementara itu, *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa, karena adanya asimetri informasi, perusahaan memiliki urutan preferensi pendanaan: mulai dari pendanaan internal, utang, dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas baru (Marimuthu & Singh, 2021). Teori ini konsisten dengan temuan bahwa perusahaan dengan arus kas yang kuat cenderung mengurangi ketergantungan pada pendanaan eksternal. Di sisi lain, *Agency Theory* menyoroti konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal), di mana keputusan pendanaan dapat dipengaruhi oleh keinginan manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadi daripada nilai pemegang saham, sehingga memengaruhi pilihan antara utang dan ekuitas (Mundi & Kaur, 2022; Kruk, 2021).

Corporate governance telah muncul sebagai faktor penentu dalam keputusan struktur modal. Sistem tata kelola yang kuat, yang ditandai dengan transparansi dan akuntabilitas, dapat mengurangi konflik keagenan dan mendorong keputusan pendanaan yang lebih optimal, yang pada gilirannya menciptakan nilai bagi perusahaan (Fedorova et al., 2022; Priyan et al., 2024). Lebih lanjut, karakteristik individu para pemimpin perusahaan, khususnya *Chief Executive Officer (CEO)*, memiliki pengaruh yang signifikan. Penelitian oleh de Silva & Banda (2022) dan Mundi & Kaur (2022) membuktikan bahwa latar belakang pendidikan, pengalaman, dan bahkan bias kognitif seperti *overconfidence* pada CEO dapat secara material memengaruhi

pilihan sumber pendanaan perusahaan, di mana CEO yang terlalu percaya diri cenderung mengambil *leverage* yang lebih tinggi.

Bidang *behavioral finance* memberikan lensa baru dengan menantang asumsi rasionalitas sempurna dalam pengambilan keputusan keuangan. Penelitian menunjukkan bahwa faktor psikologis dan emosional memainkan peran krusial. *Overconfidence* CEO, misalnya, dapat mendorong perusahaan kepada strategi pembiayaan yang lebih agresif dan berisiko (Mundi & Kaur, 2022). Konteks eksternal, seperti krisis, juga mengubah pola pengambilan keputusan. Amorim et al. (2022) menemukan bahwa pandemi COVID-19 memicu respons keuangan yang didorong oleh persepsi risiko dan emosi, menyebabkan perusahaan lebih memilih likuiditas internal dan strategi konservatif seperti kebijakan zero-leverage (Bae & Chung, 2022).

Konsep fleksibilitas finansial (*financial flexibility*) semakin diakui sebagai pertimbangan strategis. Kemampuan perusahaan untuk mengakses dan memobilisasi sumber daya keuangan dengan cepat untuk menanggapi peluang dan tantangan merupakan elemen kunci dalam ketahanan bisnis (Barclay et al., 2021; Liu, 2025). Fleksibilitas ini sering dikaitkan dengan pengelolaan utang jangka pendek dan leverage yang bijaksana. Secara eksternal, kondisi makroekonomi dan kebijakan pemerintah menciptakan lingkungan yang membatasi atau memfasilitasi keputusan struktur modal. Faktor-faktor seperti suku bunga, pertumbuhan ekonomi, arus investasi asing, dan regulasi secara signifikan memengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan (Al-Hawatmah & Shaban, 2023; X. Li et al., 2020; Tesema, 2024; Alexeeva-Alexeev, 2023; Rahman et al., 2024).

Isu keberlanjutan (*sustainability*) dan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan (*Corporate Social Responsibility/CSR*) telah terintegrasi ke dalam wacana struktur modal. Perusahaan dengan kinerja *CSR* yang kuat sering kali memiliki struktur modal yang berbeda, karena komitmen terhadap keberlanjutan dapat memengaruhi akses terhadap modal tertentu dan reputasi di mata investor (Krištofik et al., 2022). Konteks spesifik juga menjadi perhatian, terutama bagi Usaha Kecil dan Menengah (UKM). UKM, yang sering menjadi tulang punggung ekonomi di negara berkembang, menghadapi tantangan unik dalam akses pembiayaan. Penerapan teori struktur modal pada UKM sering kali memerlukan adaptasi, di mana *pecking order theory* tampak lebih relevan karena keterbatasan akses mereka ke pasar modal eksternal (Gutiérrez-Ponce, 2024). Komitmen UKM terhadap praktik berkelanjutan juga mulai memengaruhi keputusan pembiayaan mereka, meskipun dengan kendala sumber daya yang lebih besar.

METODE PENELITIAN

Kajian ini mengadopsi metodologi *Systematic Literature Review (SLR)* dengan mengikuti protokol PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*) untuk memastikan proses yang komprehensif, terstruktur, dan dapat direplikasi (Moher et al., 2009). Proses seleksi studi dilakukan melalui empat tahap utama identifikasi, penyaringan, kelayakan, dan inklusi seperti divisualisasikan dalam Gambar 1.

Pencarian literatur dilakukan secara eksklusif dalam *database* Scopus pada Mei 2025. Periode 2020-2025 dipilih untuk fokus pada penelitian terbaru yang mencerminkan perubahan dinamis dalam riset struktur modal setelah pandemi COVID-19 dan meningkatnya perhatian terhadap keberlanjutan dan perilaku pasar, yang mencerminkan kondisi ekonomi dan sosial kontemporer. Meskipun penggunaan satu *database* dapat menimbulkan potensi bias, Scopus dipilih karena reputasinya yang sangat baik dan ketat dalam kurasi. Mengingat tujuan utama penelitian ini adalah untuk memetakan lanskap intelektual dan bukan melakukan kajian yang bersifat *exhaustif*, penggunaan satu *database* terkemuka dianggap cukup memadai untuk memberikan gambaran yang valid dan andal mengenai kluster-tematik yang dominan selama periode penelitian. Strategi pencarian menggunakan kombinasi kata kunci *boolean*: ("*capital structure*" OR "*leverage*" OR "*debt policy*" OR "*financial structure*") AND ("*corporate finance*" OR "*firm performance*" OR "*financial management*") dalam bidang judul, abstrak, dan kata kunci. Pencarian awal mengidentifikasi 3.912 dokumen potensial.

Kriteria inklusi yang diterapkan adalah: (a) artikel diterbitkan antara tahun 2020 hingga awal 2025; (b) jenis dokumen berupa artikel jurnal; (c) ditulis dalam bahasa Inggris; dan (d) terkait langsung dengan subjek *Economics, Econometrics and Finance* maupun *Business, Management and Accounting*. Kriteria eksklusi mencakup buku, prosiding konferensi, tinjauan literatur, dan artikel yang tidak tersedia dalam akses penuh (*open access*) atau tidak dapat diakses lengkap. Pembatasan ini memastikan analisis konten yang mendalam dan konsisten. Data yang digunakan bersifat publik dan diakses dari Scopus, sehingga penelitian ini tidak memerlukan izin etik tambahan.

Proses seleksi dilakukan secara bertahap seperti yang divisualisasikan dalam Diagram Alir PRISMA (Gambar 1). Seleksi berdasarkan judul dan abstrak dilakukan secara independen oleh dua peneliti untuk meminimalisasi bias, dengan ketidaksesuaian didiskusikan hingga mencapai konsensus. Proses ini menyisakan 86 artikel untuk penilaian kelayakan teks lengkap. Setelah pemeriksaan akses dan relevansi lengkap, 41 artikel memenuhi semua kriteria dan terpilih sebagai basis analisis akhir.

Proses SLR digunakan untuk menilai relevansi dan kualitas literatur, sementara analisis bibliometrik memberikan wawasan kuantitatif tentang hubungan antar tema dan kata kunci.

Kluster tematik terbentuk berdasarkan frekuensi dan keterkaitan kata kunci. Sintesis tematik dilakukan dengan *coding* manual, dilanjutkan dengan analisis otomatis menggunakan perangkat lunak untuk memetakan kluster dan memvisualisasikan hubungan antar tema. Kualitas data bibliometrik dijaga dengan memverifikasi metadata, menyaring duplikasi, dan menggabungkan istilah kata kunci yang serupa untuk memastikan integritas data.

Data bibliometrik dari 41 artikel tersebut diekstraksi dan dianalisis menggunakan dua alat utama:

- 1) *Software* VOSviewer (versi 1.6.20) untuk membangun dan memvisualisasikan jaringan kata kunci. Analisis *co-occurrence* antar kata kunci dilakukan dengan VOSviewer. Ambang batas minimum 5 kemunculan diterapkan setelah melakukan uji sensitivitas dengan ambang batas yang lebih rendah (2 dan 3 kemunculan). Ambang batas 5 dipilih karena menghasilkan peta jaringan yang paling stabil dan dapat diinterpretasi, di mana kluster-kluster yang terbentuk memiliki kohesi internal yang kuat tanpa menghasilkan *node* yang terisolasi.
- 2) *Package Biblioshiny* dalam R untuk menganalisis metrik kinerja literatur, seperti pertumbuhan publikasi tahunan, tingkat sitasi, pola kolaborasi penulis, dan karakteristik dokumen lainnya. Analisis ini memberikan landasan kuantitatif yang robust untuk interpretasi temuan kualitatif.

HASIL PENELITIAN DAN DISKUSI

Analisis bibliometrik terhadap 41 artikel terpilih mengungkapkan dinamika penelitian struktur modal periode 2020-2025.

Seperti ditunjukkan pada Tabel 1, bidang ini menunjukkan vitalitas dengan Tingkat Pertumbuhan Tahunan 10,76%, didorong oleh kompleksitas tantangan keuangan kontemporer. Usia rata-rata dokumen yang masih muda (2,24 tahun) dan rata-rata sitasi 4 sitasi per dokumen mengindikasikan bahwa literatur yang dianalisis masih sangat baru dan dalam tahap perkembangan, meskipun terdapat variasi dampak sitasi yang signifikan antar tahun (Tabel 3).

Tren publikasi (Tabel 2) menunjukkan peningkatan signifikan dari 3 artikel (2020) menjadi 11 artikel (2024), mencerminkan respons akademik terhadap kebutuhan akan pemahaman struktur modal di era pasca-pandemic dan transisi berkelanjutan.

Analisis *co-occurrence* kata kunci menggunakan VOSviewer menghasilkan peta konseptual (Gambar 2) yang mengidentifikasi enam kluster tematik utama yang saling terhubung, merepresentasikan fragmentasi sekaligus konvergensi dalam bidang penelitian ini.

Kluster 1: *Theoretical Foundations & Dynamic Adjustment*

Kluster ini merepresentasikan evolusi teori dasar menuju pemahaman yang lebih dinamis. *Agency theory* tetap relevan dalam memahami konflik antara manajer dan pemegang saham (Kruk, 2021), sementara *pecking order theory* menjelaskan preferensi pendanaan internal

(Marimuthu & Singh, 2021). Temuan terbaru menunjukkan pergeseran dari model statis menuju model dinamis, di mana *speed of adjustment* menjadi kritis dalam merespons perubahan pasar dan ancaman eksternal seperti pengambilalihan agresif (Chatjuthamard et al., 2022) atau ketidakpastian regulasi (Asai, 2020; X. Li et al., 2020). Dalam lingkungan bisnis yang kompleks, keputusan pembiayaan perlu dimodifikasi dengan mempertimbangkan risiko dan manfaat dari berbagai alternatif struktur modal (de Silva & Banda, 2022).

Pergeseran paradigma dari pendekatan statis ke dinamis mencerminkan kebutuhan bisnis akan fleksibilitas di tengah volatilitas global. Integrasi antara teori dasar dengan mekanisme penyesuaian menawarkan kerangka yang lebih realistis dan responsif bagi pengambilan keputusan keuangan strategis.

Kluster 2: Corporate Governance & Value Creation

Kluster Ini Menyoroti Peran Fundamental tata kelola perusahaan dan CSR dalam penciptaan nilai. *Corporate governance* yang efektif terbukti dapat mengurangi konflik keagenan dan mendorong keputusan pendanaan yang optimal (Fedorova et al., 2022; Priyan et al., 2024). Integrasi *Corporate Social Responsibility (CSR)* ke dalam strategi keuangan tidak hanya membangun reputasi tetapi juga berkontribusi pada kinerja jangka panjang, terutama ketika didanai dengan struktur utang yang tepat (de Campos-Rasera et al., 2021; Křištofik et al., 2022). Keputusan tentang struktur utang dan ekuitas, dengan teori *trade-off* sebagai dasar, memainkan peran signifikan dalam menentukan potensi pengembalian dan risiko perusahaan (Carrer & Slavov, 2021; Al-Hawatmah & Shaban, 2023).

Temuan ini mengonfirmasi pergeseran fokus dari sekadar kepatuhan (*compliance*) menuju penciptaan nilai (*value creation*) yang lebih luas, tidak hanya bagi pemegang saham tetapi juga untuk masyarakat dan lingkungan (Zhang, 2024). Perusahaan dengan tata kelola dan CSR yang kuat dapat membangun keunggulan kompetitif berkelanjutan di pasar modal.

Kluster 3: Behavioral Finance & Decision Making

Kluster ini Mengungkap deviasi signifikan dari rasionalitas tradisional. *Overconfidence* CEO terbukti memengaruhi struktur modal, dimana CEO yang terlalu percaya diri cenderung mengambil *leverage* lebih tinggi (Mundi & Kaur, 2022; Carrer & Slavov, 2021). Faktor eksternal seperti pandemi COVID-19 mengubah pola pengambilan keputusan, memicu respon yang didorong oleh persepsi risiko dan emosi (Amorim et al., 2022). Perilaku ini juga tercermin dalam strategi konservatif seperti *zero-leverage* yang mengandalkan likuiditas internal (Bae & Chung, 2022), serta dalam pengaruh sentimen investor terhadap keputusan keuangan perusahaan (S. Li et al., 2023). Karakteristik dewan direksi, khususnya dalam konteks perbankan syariah, juga terbukti memengaruhi keputusan struktur modal (Umar Mai et al., 2024).

Keberadaan kluster ini menandai matangnya pendekatan *behavioral finance* dalam keuangan korporasi. Integrasi wawasan perilaku membantu menjelaskan variasi keputusan yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel fundamental saja, dan menjadi kunci dalam merancang struktur modal yang adaptif.

Kluster 4: *Financial Flexibility & Strategic Management*

Fleksibilitas Finansial muncul sebagai konsep sentral dan penghubung antar kluster. Kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan sumber daya keuangan dengan cepat dalam menghadapi ketidakpastian menjadi penentu ketahanan bisnis (Barclay et al., 2021; Liu, 2025). Pengelolaan utang jangka pendek dan *leverage* secara bijaksana memperkuat respons perusahaan (Lugo, 2025). Dari perspektif manajemen strategis, pengambilan keputusan keuangan harus mempertimbangkan kondisi internal dan eksternal yang terus berubah untuk mencapai tujuan jangka panjang (Carrer & Slavov, 2021). Integrasi teori seperti *pecking order* dengan sistem pengukuran kinerja dapat memperkuat formulasi strategi keuangan yang adaptif (Voutsinas & Werner, 2025).

Kluster ini menegaskan pergeseran paradigma di mana fleksibilitas finansial dan manajemen strategis bukan lagi pelengkap, melainkan esensi dari praktik *corporate finance* modern. Perusahaan yang mengintegrasikannya cenderung lebih tangguh dalam menghadapi gejolak pasar.

Kluster 5: *Macro Perspectives & Performance*

Kluster ini mengintegrasikan perspektif makroekonomi dan pengukuran kinerja. Faktor seperti ketidakpastian kebijakan ekonomi, pertumbuhan ekonomi, dan arus investasi asing berpengaruh signifikan terhadap keputusan pembiayaan (Alexeeva-Alexeev, 2023; Adil et al., 2025; Rahman et al., 2024). Pengukuran kinerja dengan metrik seperti profitabilitas, *ROA*, dan *ROE* menjadi krusial untuk mengevaluasi hasil keputusan keuangan (Priyan et al., 2024; Sandy & Mulya, 2025; Simadurai, 2022). Volatilitas arus kas dan moderasi oleh aset tetap juga memainkan peran penting dalam struktur modal, khususnya di kawasan MENA dan Afrika (Naser et al., 2024). Hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan tetap menjadi fokus, dengan bukti empiris dari berbagai konteks, termasuk Etiopia dan negara GCC (Tesema, 2024; S. Khan & Qasem, 2024).

Pendekatan interdisipliner ini menyediakan kerangka yang lebih holistik dan kontekstual. Kolaborasi antara wawasan manajerial dan pemahaman kondisi makroekonomi memungkinkan perusahaan menyesuaikan strategi secara lebih adaptif (N. Khan et al., 2023).

Kluster 6: *Sustainability & Contextual Adaptation*

Kluster ini menyoroti pentingnya adaptasi kontekstual dan integrasi prinsip keberlanjutan. UKM, sebagai tulang punggung ekonomi di banyak negara berkembang,

menghadapi tantangan unik dalam akses pembiayaan dan implementasi praktik berkelanjutan (Gutiérrez-Ponce, 2024). Penerapan teori tradisional seperti *trade-off* dan *pecking order* perlu disesuaikan dengan realitas lokal, termasuk budaya, regulasi, dan kondisi pasar spesifik (Panosso et al., 2022; Zancan et al., 2023). Inovasi dalam desain sekuritas keuangan juga dapat mendukung pendanaan yang lebih adaptif (Allen & Bărbălu, 2024). Komitmen terhadap keberlanjutan tidak hanya memenuhi ekspektasi sosial tetapi juga dapat meningkatkan daya saing dan kinerja jangka panjang UKM.

Temuan ini menegaskan bahwa pemahaman teoritis yang kuat harus disertai dengan adaptasi kontekstual untuk mencapai keputusan pembiayaan yang efektif dan berkelanjutan. Pendekatan "satu untuk semua" tidak lagi relevan dalam lanskap bisnis global yang beragam.

Sintesis dan Transformasi Paradigmatik

Keenam kluster tersebut membentuk jejaring konseptual yang kompleks dan saling bergantung. *Theoretical Foundations* (Kluster 1) berfungsi sebagai akar, sementara *Financial Flexibility* (Kluster 4) muncul sebagai poros yang menghubungkan teori klasik dengan praktik kontemporer. *Corporate Governance* (Kluster 2) dan *Behavioral Finance* (Kluster 3) memberikan kedalaman dengan menyoroti mekanisme internal pengambilan keputusan, sedangkan *Macro Perspectives* (Kluster 5) dan *Sustainability* (Kluster 6) memperluas cakrawala ke faktor eksternal dan isu jangka panjang.

Sintesis ini mengungkap transformasi paradigmatik dalam riset struktur modal: dari pendekatan statis ke dinamis, dari sudut pandang tunggal ke multidisiplin, dan dari formulasi teori universal menuju pendekatan kontekstual dan adaptif. Transformasi ini merepresentasikan respons evolusioner bidang keuangan korporasi terhadap kompleksitas, ketidakpastian, dan tuntutan keberlanjutan dalam lingkungan bisnis global.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis bibliometrik terhadap 41 artikel terpilih dari periode 2020-2025, penelitian ini berhasil memetakan lanskap intelektual dan transformasi terkini dalam riset struktur modal. Sintesis komprehensif ini mengidentifikasi enam kluster tematik utama yang saling terhubung: (1) *Theoretical Foundations & Dynamic Adjustment*; (2) *Corporate Governance & Value Creation*; (3) *Behavioral Finance & Decision Making*; (4) *Financial Flexibility & Strategic Management*; (5) *Macro Perspectives & Performance*; dan (6) *Sustainability & Contextual Adaptation*.

Konfigurasi kluster ini mengungkapkan suatu transformasi paradigmatik dalam bidang keuangan korporasi. Terjadi pergeseran fundamental dari pendekatan teoretis yang statis menuju dinamis, di mana konsep *speed of adjustment* dan *financial flexibility* menjadi sentral. Selain itu, penelitian struktur modal telah berevolusi dari sudut pandang tunggal ke multidisiplin, dengan

mengintegrasikan wawasan dari ilmu perilaku, tata kelola, strategi, dan keberlanjutan. Yang tak kalah penting, terdapat pergerakan dari formulasi teori yang universal menuju pendekatan yang kontekstual dan adaptif, yang sangat terlihat dalam kluster yang membahas UKM dan ekonomi berkembang.

Secara teoretis, temuan ini mendorong perlunya redefinisi batas konseptual struktur modal yang lebih inklusif. Model-model tradisional perlu diperluas untuk mengakomodasi kompleksitas variabel kontemporer, seperti bias perilaku manajerial, tekanan keberlanjutan, dan dinamika makroekonomi. *Financial flexibility* perlu diposisikan sebagai konsep sentral, bukan sekadar variabel moderasi, sementara pendekatan *behavioral finance* harus diintegrasikan secara lebih dalam untuk menjelaskan deviasi dari rasionalitas tradisional.

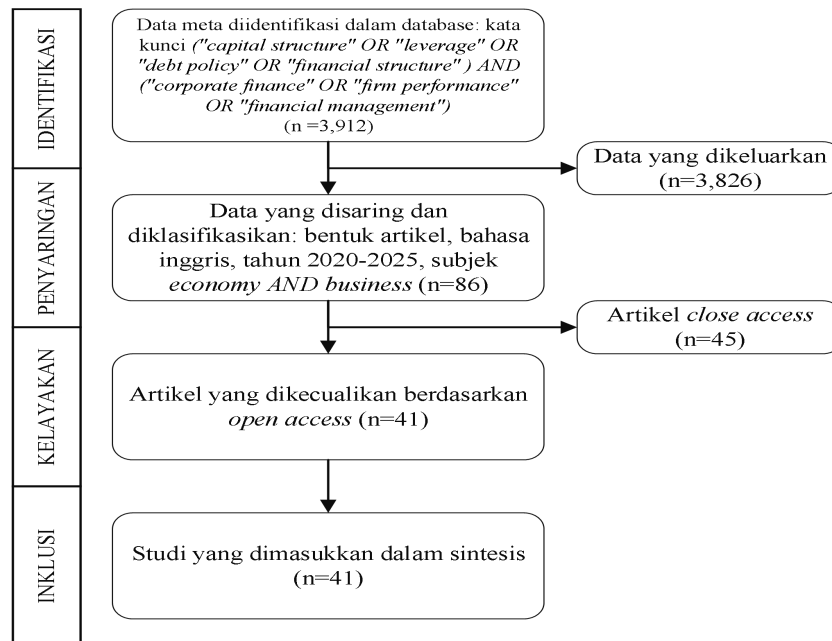
DAFTAR PUSTAKA

- Adil, M., Hussain, R. Y., Rassas, A. H. A., Hussain, H., & Irshad, H. (2025). Assessing the impact of economic policy uncertainty on corporate leverage structure: do foreign ownership act as buffer? *Cogent Economics and Finance*, 13(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2025.2476100>
- Alexeeva-Alexeev, I. (2023). The Empirical Study of the Impact of Firm- and Country-level Factors on Debt Financing Decisions of ICT Firms. *Scientific Annals of Economics and Business*, 70(S1), 55–84. <https://doi.org/10.47743/saeb-2023-0014>
- Al-Hawatmah, Z., & Shaban, O. S. (2023). The Effect Of Financial Leverage On Company'S Capital Structure: Evidence From Developing Market. *Corporate and Business Strategy Review*, 4(2), 168–174. <https://doi.org/10.22495/cbsrv4i2art15>
- Allen, F., & Bárbălu, A. (2024). Security design: A review. *Journal of Financial Intermediation*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2024.101113>
- Amorim, J. Q., Sales, G. A. W., & Pelucio-Grecco, M. C. (2022). Covid-19 and its impacts on financing and investment policies. *Revista de Administracao Mackenzie*, 23(2). <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF220225.en>
- Asai, K. (2020). Limited liability and corporate efficiency. *International Review of Law and Economics*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2019.105886>
- Bae, C. S., & Chung, H. J. (2022). Zero-Leverage Puzzle Revisited: Evidence from Acquisition Behaviors. *International Journal of Financial Studies*, 10(3). <https://doi.org/10.3390/ijfs10030062>
- Barclay, M. J., Fu, F., & Smith, C. W. (2021). Seasoned equity offerings and corporate financial management. *Journal of Corporate Finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101700>
- Čámská, D., & Klečka, J. (2020). Specific financial sources of insolvent and healthy enterprises. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, 28(2). <https://doi.org/10.46585/sp28021066>
- Carrer, G., & Slavov, T. (2021). Tax aggressiveness and CEO overconfidence in the stock market: Evidence from Brazil. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 165–176. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(1\).2021.14](https://doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.14)
- Chatjuthamard, P., Chintrakarn, P., & Jiraporn, P. (2022). The Effect of Hostile Takeover Threats on Capital Structure: Evidence from Half a Century. *Review of Economics and Finance*, 20, 524–528. <https://doi.org/10.55365/1923.X2022.20.59>
- Chhillar, P., & Ramana, R. V. (2022). Role of earnings management and capital structure in signalling early stage of financial distress: a firm life cycle perspective. *Cogent Economics and Finance*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2106634>

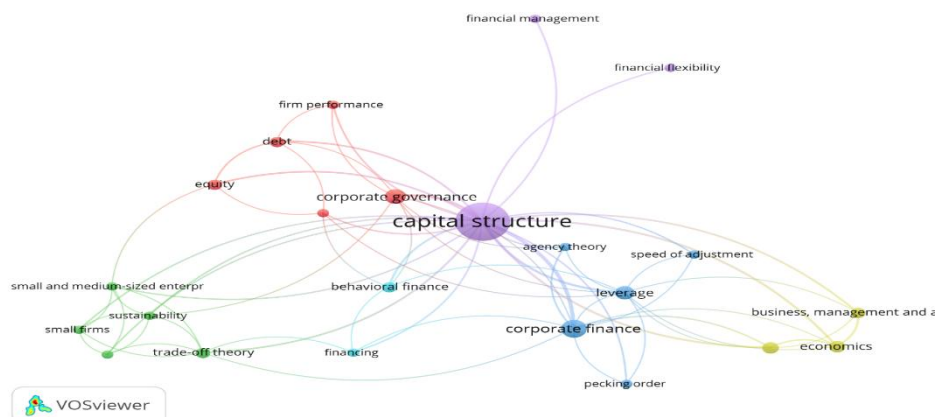
- de Campos-Rasera, P. P., de Abreu Passos, G., & Colauto, R. D. (2021). Does capital structure influence the performance of corporate social responsibility? An analysis in companies of the world's largest economies. *Revista de Contabilidade e Organizacoes*, 15. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.174007>
- de Silva, L. G. R. V., & Banda, Y. K. W. (2022). Impact of CEO Characteristics on Capital Structure: Evidence from a Frontier Market. *Asian Journal of Business and Accounting*, 15(1), 71–101. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol15no1.3>
- Ehikioya, B. I., Omankhanlen, A. E., Omodero, C. O., & Mac-Ozigbo, A. (2021). Investigating the impact of managerial entrenchment on corporate financial structure: Evidence from Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 11(7), 563–574. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2021.117.563.574>
- Fedorova, E. A., Komletsova, V. G., Tregubova, M. K., Maksimova, A. Yu., & Emel'yanova, V. D. (2022). The Impact of Corporate Governance on the Capital structure of Domestic Companies. *Finance: Theory and Practice*, 26(2), 25–37. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-2-25-37>
- Gustyana, T. T., & Hanari, S. (2022). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Barang Konsumen Non-Primer Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA)*, 6(3), 606–616. <https://doi.org/10.31955/mea.v6i3.2413>
- Gutiérrez-Ponce, H. (2024). Determinants of corporate leverage and sustainability of small and medium-sized enterprises: The case of commercial companies in Ecuador. *Business Strategy and the Environment*, 33(8), 8319–8331. <https://doi.org/10.1002/bse.3924>
- Joia, A. J. C. B. D. M., Barros, L. A. B. D. C., & Ermel, M. D. A. (2024). Taxes, Leverage, and Profit Shifting in Banks. *Economies*, 12(10). <https://doi.org/10.3390/economies12100263>
- Khan, N., Zada, H., & Wong, W.-K. (2023). Enhancing Financial Performance And Market Acceptance Through Golden Ratio-Based Capital Structure Decisions: An Empirical Investigation In The Manufacturing And Services Sectors. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 19(2), 41–70. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2023.19.2.2>
- Khan, S., & Qasem, A. (2024). Are the firms' capital structure and performance related? Evidence from GCC economies. *Cogent Business and Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2344749>
- Křištofik, P., Medzihorsky, J., & Musa, H. (2022). Capital Structure and Its Determinants—A Comparison of European Top-Rated CSR and Other Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8). <https://doi.org/10.3390/jrfm15080325>
- Kruk, S. (2021). Impact of Capital Structure on Corporate Value—Review of Literature. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm14040155>
- Li, S., Hoque, H., & Liu, J. (2023). Investor sentiment and firm capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 80. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102426>
- Li, X., Tian, L., Han, L., & Cai, H. (2020). Interest rate regulation, earnings transparency and capital structure: evidence from China. *International Journal of Emerging Markets*, 15(5), 923–947. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-04-2018-0164>
- Liu, Y. (2025). Robots, Labour Market Frictions and Corporate Financial Policy. *European Financial Management*, 31(3), 975–994. <https://doi.org/10.1111/eufm.12534>
- Lugo, S. (2025). Inequality and capital structure. *Journal of Banking and Finance*, 174. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2025.107432>
- Marimuthu, F., & Singh, S. C. (2021). Do South African state-owned entities follow the pecking order theory of capital structure? *Public and Municipal Finance*, 10(1), 25–33. [https://doi.org/10.21511/pmf.10\(1\).2021.03](https://doi.org/10.21511/pmf.10(1).2021.03)
- Meki, M. (2023). Levelling the debt–equity playing field: Evidence from Belgium. *European Economic Review*, 151. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2022.104305>

- Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J., & Altman, D. G. (2009). Preferred reporting items for systematic reviews and meta-analyses: the PRISMA statement. *PLoS Medicine*, 6(7), e1000097. <https://doi.org/10.1371/journal.pmed.1000097>
- Mundi, H. S., & Kaur, P. (2022). CEO Overconfidence and Capital Structure Decisions: Evidence from India. *Vikalpa*, 47(1), 19–37. <https://doi.org/10.1177/02560909221079270>
- Naser, A., Noordin, A. N., & Matemilola, B. T. (2024). Cash flow volatility and capital structure in MENA and Africa: the moderating role of fixed assets. *Cogent Economics and Finance*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2373255>
- Panosso, O., Moreno, G., Silva, T. P., & de Carvalho, L. C. (2022). Culture of Individualism and Uncertainty Avoidance in the G20 Countries' Industries: An Analysis of Capital Structure and Performance. *Revista Finanzas y Politica Economica*, 14(2), 513–539. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpoliticon.v14.n2.2022.8>
- Priyan, P. K., Nyabakora, W. I., & Rwezimula, G. (2024). Firm's capital structure decisions, asset structure, and firm's performance: application of the generalized method of moments approach. *PSU Research Review*, 8(3), 813–827. <https://doi.org/10.1108/PRR-06-2022-0069>
- Rahman, D., Haque, A., Kabir, M., & Bin Hasan, S. (2024). Firm-level political risk and equity issuance. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.101944>
- Rawal, D., Mahakud, J., & Mishra, R. K. (2024). Do stronger creditors' rights and an efficient bankruptcy process affect the speed of adjustment to target capital structure? Evidence from a quasi-natural experiment. *Cogent Economics and Finance*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2394490>
- Sandy, R. M., & Mulya, A. S. (2025). Earnings Response Coefficient: Earnings persistence moderated by capital structure and economic growth. *Cogent Business and Management*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2441475>
- Sinnadurai, P. (2022). “Empirical Corporate Finance: Opportunities and Challenges”—Editorial Synthesis of the Special Issue. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(9). <https://doi.org/10.3390/jrfm15090377>
- Tesema, T. N. (2024). The effect of capital structure on performance: empirical evidence from manufacturing companies in Ethiopia. *Cogent Economics and Finance*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2300926>
- Umar Mai, M. U., Djuwarsa, T., & Setiawan, S. (2024). Do board characteristics influence Islamic banks' capital structure decisions? Empirical evidence from a developing country. *Cogent Economics and Finance*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2295155>
- Voutsinas, K., & Werner, R. A. (2025). Trade-off theory vs. the pecking order hypothesis: Japanese evidence on capital structure under financial constraints. *Structural Change and Economic Dynamics*, 74, 944–962. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2025.06.004>
- Zancan, F., Canassa, B. J., & 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>
- Zhang, D. (2024). Corporate environmental responsibility and financing patterns: Does firm size matter? *Journal of Small Business Management*, 62(5), 2482–2522. <https://doi.org/10.1080/00472778.2023.2241128>

GAMBAR DAN TABEL



Gambar 1. PRISMA logical flow diagram (diadaptasi dari Moher et al. (2009))



Gambar 2. Pemetaan Keyword SLR
Sumber: Data diolah menggunakan VosViewer 1.6.20

Tabel 1. Pengolahan Data Meta SLR

Description	Results
MAIN INFORMATION ABOUT DATA	
Timespan	2020:2025
Sources (Journals, Books, etc)	32
Documents	41
Annual Growth Rate %	10.76
Document Average Age	2.24
Average citations per doc	4
References	0
DOCUMENT CONTENTS	
Keywords Plus (ID)	22
Author's Keywords (DE)	196
AUTHORS	

Description	Results
Authors	99
Authors of single-authored docs	10
AUTHORS COLLABORATION	
Single-authored docs	10
Co-Authors per Doc	2.41
International co-authorships %	26.83
DOCUMENT TYPES	
article	41

Sumber: Data diolah menggunakan Biblioshiny

Tabel 2. Annual SciProd

Year	Articles
2020	3
2021	6
2022	10
2023	6
2024	11
2025	5

Sumber: Data diolah menggunakan Biblioshiny

Tabel 3. Annual CitPer Year

Year	Mean TC perArt	N	Mean TC per Year	CitableYears
2020	5	3	0.83	6
2021	6.5	6	1.3	5
2022	4.4	10	1.1	4
2023	5.17	6	1.72	3
2024	3.09	11	1.54	2
2025	0.2	5	0.2	1

Sumber: Data diolah menggunakan Biblioshiny