



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

**DOI:** <https://doi.org/10.63607/jcmb.v14i1>

---

## **STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN LAYANAN PUBLIK MILIK PEMERINTAH DI NEGARA-NEGARA BERKEMBANG: SUATU KAJIAN SISTEMATIS LITERATUR**

**Ahmad Iskandar<sup>1\*</sup>, Adler Haymans Manurung<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Fakultas Doktor Manajemen dan Bisnis IPB University, Bogor

<sup>2</sup>Universitas Bhayangkara Jakarta Raya

Email: [ahmadiskandar@gmail.com](mailto:ahmadiskandar@gmail.com)<sup>1\*</sup>, [adler.manurung@dsn.ubharajaya.ac.id](mailto:adler.manurung@dsn.ubharajaya.ac.id)<sup>2</sup>

Alamat: Gedung SB IPB, Jalan Pajajaran Kota Bogor +62 251 8313813

Korespondensi Penulis: [ahmadiskandar@gmail.com](mailto:ahmadiskandar@gmail.com)

### **Abstrak**

Struktur modal merupakan salah satu topik yang paling diperdebatkan dalam keuangan perusahaan. Namun demikian, dinamika struktur modal pada perusahaan publik—khususnya di negara berkembang—masih relatif kurang mendapat perhatian secara sistematis. Penelitian ini melakukan *systematic literature review* (SLR) terhadap 24 artikel empiris untuk mengkaji bagaimana struktur modal ditentukan serta bagaimana pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan publik di negara berkembang. Dengan menggunakan protokol PRISMA dan kerangka ekstraksi berbasis CIMO, kajian ini menyintesis temuan dari lebih dari 2.500 studi awal dan mengidentifikasi empat tema utama, yaitu: (1) pengaruh leverage terhadap kinerja perusahaan yang umumnya menunjukkan pola nonlinier dan ambang batas yang bersifat spesifik sektor; (2) determinan tingkat perusahaan seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, dan risiko; (3) peran sentral tata kelola dan kualitas kelembagaan; serta (4) pengaruh guncangan makroekonomi dan lingkungan regulasi. Hasil kajian menunjukkan bahwa teori keuangan perusahaan klasik hanya mampu menjelaskan sebagian keputusan struktur modal pada perusahaan publik, karena insentif politik, regulasi tarif, dan

keterbatasan fiskal sering kali mengesampingkan mekanisme berbasis pasar. Penelitian ini juga mengidentifikasi kesenjangan penting dalam literatur, antara lain keterbatasan bukti longitudinal serta minimnya kajian yang berfokus pada perusahaan yang sepenuhnya dimiliki negara. Studi ini berkontribusi dengan menawarkan kerangka konseptual yang diperbarui serta memberikan implikasi bagi pengembangan teori, regulator keuangan, manajemen BUMN, dan lembaga pembiayaan publik di negara berkembang.

**Kata kunci:** Struktur modal; Perusahaan publik; Badan usaha milik negara; Pasar berkembang; Faktor kelembagaan; Tata kelola; Kinerja keuangan; Systematic literature review

### *Abstract*

Capital structure remains one of the most contested topics in corporate finance, yet its dynamics in public enterprises—particularly in developing countries—have received limited systematic attention. This study conducts a systematic literature review (SLR) of 24 empirical articles to examine how capital structure is determined and how it affects the performance of public enterprises in developing countries. Using the PRISMA protocol and a CIMO-based extraction framework, the review synthesizes evidence from over 2,500 initial studies and identifies four dominant themes: (1) the performance effects of leverage, which often display non-linear patterns and sector-specific thresholds; (2) firm-level determinants such as profitability, size, and risk; (3) the central role of governance and institutional quality; and (4) the influence of macroeconomic shocks and regulatory environments. The findings show that classical corporate finance theories only partially explain capital structure decisions in public enterprises, as political incentives, tariff regulations, and fiscal constraints frequently override market-based mechanisms. The study highlights significant gaps, including the scarcity of longitudinal evidence and the limited focus on fully state-owned firms. The review contributes a refined conceptual framework and offers implications for theory, financial regulators, SOE managers, and public financing institutions in developing economies.

**Keywords:** Capital structure; Public enterprises; State-owned enterprises; Emerging markets; Institutional factors; Governance; Financial performance; Systematic literature review

## PENDAHULUAN

Struktur modal telah menjadi salah satu topik klasik dalam keuangan perusahaan sejak karya seminal Modigliani dan Miller (1958), dan hingga kini tetap menjadi pusat perdebatan akademik. Walaupun literatur global mengenai struktur modal telah berkembang sangat pesat, kajian yang berfokus pada perusahaan layanan publik milik pemerintah (badan usaha milik negara/daerah – BUMN/D) di negara berkembang masih relatif terbatas dan tersebar. Sebagian besar penelitian empiris lebih banyak mengevaluasi perusahaan privat, institusi keuangan, atau perusahaan publik komersial, sementara BUMN/D—yang memiliki karakteristik kelembagaan unik—kurang mendapatkan perhatian ilmiah yang proporsional. Padahal, BUMN/D memiliki peran strategis dalam perekonomian negara berkembang sebagai penyedia layanan dasar, penopang stabilitas fiskal, serta instrumen pembangunan jangka panjang.

Salah satu tantangan mendasar dalam memahami perilaku struktur modal BUMN/D adalah sifat hibrida mereka. Berbeda dengan perusahaan privat yang didorong oleh tujuan memaksimalkan nilai pemegang saham, BUMN/D beroperasi dalam kerangka multi-objektif yang mencakup fungsi ekonomi, sosial, dan politik. Mereka harus menjaga keberlanjutan finansial, namun sekaligus memenuhi mandat layanan publik, tunduk pada regulasi tarif, dan kerap menghadapi intervensi pemilik (pemerintah). Kondisi ini menciptakan dinamika struktur modal yang tidak dapat sepenuhnya dijelaskan oleh teori keuangan perusahaan konvensional seperti Trade-Off Theory, Agency Theory, maupun Pecking Order Theory. Variabel institusional—kualitas regulasi, tata kelola, stabilitas politik, kondisi pasar modal, serta kapasitas fiskal pemerintah—sering kali lebih dominan dalam memengaruhi keputusan pendanaan BUMN/D dibandingkan determinan perusahaan swasta.

Dalam konteks negara berkembang, kompleksitas tersebut menjadi semakin menonjol. Banyak BUMN/D beroperasi dengan margin tipis, menghadapi keterbatasan akses pendanaan jangka panjang, tunduk pada regulasi harga yang ketat, dan berfungsi sebagai alat kebijakan fiskal atau sosial pemerintah. Situasi ini menciptakan fenomena khas seperti *soft budget constraint*, yaitu perusahaan berani mengambil pembiayaan yang tinggi karena ekspektasi dukungan fiskal dari pemerintah selaku pemilik. Selain itu, *political interference* dapat membentuk pola pendanaan yang tidak selalu sejalan dengan efisiensi ekonomi. Karena itu, memahami dinamika struktur modal BUMN/D memerlukan pendekatan integratif yang menggabungkan teori keuangan perusahaan dengan teori kelembagaan dan *governance* sektor publik.

Meskipun topik ini penting secara teoretis maupun praktis, kajian akademik yang mengintegrasikan temuan empiris dari negara berkembang masih terbatas. Proses pencarian awal menggunakan database Scopus menemukan lebih dari 2.500 artikel terkait struktur modal secara umum, tetapi hanya sebagian kecil yang relevan terhadap BUMN/D. Setelah melalui proses penyaringan ketat berbasis PRISMA, hanya 24 artikel yang memenuhi kriteria relevansi, konteks negara berkembang, dan ketersediaan *full-text*. Keterbatasan jumlah studi ini mengindikasikan bahwa BUMN/D adalah domain riset yang kurang dieksplorasi, meskipun memiliki implikasi besar terhadap kebijakan publik, kinerja fiskal, dan pembangunan ekonomi.

Atas dasar tersebut, penelitian ini menyusun sebuah *Systematic Literature Review* (SLR) untuk mensintesis bukti empiris mengenai struktur modal BUMN/D di negara berkembang. SLR ini dirancang untuk menjawab empat pertanyaan utama:

- (1) Apa saja determinan struktur modal BUMN/D?
- (2) Bagaimana struktur modal memengaruhi kinerja keuangan dan operasional?
- (3) Bagaimana *governance* dan faktor kelembagaan memoderasi hubungan tersebut?
- (4) Bagaimana BUMN/D merespons *shock* eksternal seperti krisis ekonomi atau perubahan regulasi?

Penelitian ini memberikan tiga kontribusi utama. Pertama, SLR ini menawarkan pemetaan tematik komprehensif mengenai determinan dan implikasi struktur modal BUMN/D, sebuah topik yang jarang dirangkum secara sistematis dalam literatur keuangan perusahaan. Kedua, kajian ini mengintegrasikan teori keuangan perusahaan dengan teori kelembagaan, sehingga menghasilkan analisis yang lebih kaya dan kontekstual mengenai perusahaan publik di negara berkembang. Ketiga, penelitian ini mengidentifikasi *research gaps* yang penting bagi agenda riset selanjutnya, termasuk minimnya studi longitudinal, kurangnya eksplorasi mengenai *non-financial performance*, dan keterbatasan bukti empiris mengenai peran *political interference*.

Dengan demikian, SLR ini bukan hanya menyajikan ringkasan bukti empiris, tetapi juga menawarkan arah baru bagi pengembangan teori dan kebijakan terkait struktur modal BUMN/D. Pendekatan sistematis yang digunakan memastikan bahwa sintesis yang dihasilkan tidak hanya komprehensif, tetapi juga replikatif dan dapat dipertanggungjawabkan sebagai kontribusi ilmiah bagi literatur keuangan sektor publik di negara berkembang.

## TEORI DAN KERANGKA KONSEPTUAL

Kajian struktur modal telah berkembang secara signifikan sejak pertengahan abad ke-20 dan kini mencakup pendekatan ekonomi, keuangan, kelembagaan, hingga perspektif sektor publik. Untuk memahami dinamika struktur modal BUMN/D di negara berkembang, diperlukan sintesis teori yang melampaui pendekatan *corporate finance* konvensional. Bab ini menguraikan teori-teori utama yang menjadi landasan konseptual dalam menganalisis hubungan antara struktur modal, konteks institusional, dan kinerja perusahaan publik. Teori yang dibahas meliputi Modigliani–Miller, Trade-off Theory, Pecking Order Theory, Agency Theory, Market Timing Theory, Institutional Theory, serta pendekatan matematis struktur modal yang relevan untuk analisis sektor publik.

### Modigliani–Miller (MM) Proposition

Kontribusi Modigliani dan Miller (1958, 1963) tetap menjadi fondasi utama literatur struktur modal. Dalam kondisi pasar sempurna tanpa friksi, struktur modal dianggap tidak memengaruhi nilai perusahaan. Tingkat penggunaan utang (*leverage*) tidak memberikan keunggulan karena investor dapat mereplikasi sendiri komposisi utang–ekuitas perusahaan melalui penyesuaian portofolio mereka. Namun, ketika pajak diperkenalkan, utang menciptakan manfaat berupa *tax shield* yang meningkatkan nilai perusahaan.

Meskipun elegan, proposisi MM sangat jarang berlaku pada BUMN/D, terutama di negara berkembang, yang terdapat friksi pasar seperti regulasi harga, distorsi informasi, biaya pembiayaan tinggi, *sovereign risk*, dan intervensi pemerintah. Dengan demikian, relevansi MM bukan sebagai prediksi empiris, tetapi sebagai *benchmark* untuk menilai sejauh mana distorsi institusional mengubah hubungan antara *leverage* dan nilai perusahaan.

### Trade-off Theory

Trade-off theory (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1984) menyatakan bahwa perusahaan menentukan struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat pajak utang dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress costs*). Semakin tinggi tingkat penggunaan utang, semakin besar pula risiko kebangkrutan. Tingkat penggunaan utang yang aman adalah hingga titik di mana manfaat pajak dari utang masih lebih besar daripada biaya utang dan potensi kesulitan keuangan yang ditimbulkan.

Dalam konteks BUMN/D, Trade-Off Theory mendapat makna yang berbeda. Banyak perusahaan publik memiliki jaminan eksplisit atau implisit dari pemerintah, sehingga risiko

kebangkrutan berkurang secara signifikan. Kondisi ini menciptakan fenomena *soft budget constraint* (Kornai, 1986), yang mendorong penggunaan *leverage* berlebihan. Di sisi lain, biaya kesulitan keuangan pada BUMN/D tidak hanya finansial tetapi dapat berupa gangguan layanan publik dan implikasi sosial-politik, sehingga perhitungan biaya optimal utang tidak dapat disamakan dengan perusahaan privat. Oleh karena itu, struktur modal BUMN/D cenderung lebih sensitif terhadap risiko regulasi dan tekanan fiskal dibandingkan risiko bangkrut tradisional.

### **Pecking Order Theory**

Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984) berargumen bahwa perusahaan memilih sumber pendanaan berdasarkan hierarki preferensi, yaitu laba ditahan, utang, dan terakhir ekuitas. Hierarki ini muncul karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan investor eksternal.

Pada BUMN/D, hierarki ini umumnya lebih kaku. Banyak perusahaan publik tidak memiliki fleksibilitas untuk menerbitkan saham baru karena kepemilikan pemerintah yang dominan, regulasi pasar modal yang ketat, atau ketidaksesuaian dengan mandat politik. Akibatnya, BUMN/D cenderung secara struktural lebih bergantung pada utang—bukan hanya karena preferensi finansial, tetapi juga karena keterbatasan institusional dan regulasi yang membatasi opsi pendanaan ekuitas (Guerrini et al., 2011; Fama & French, 2002). Faktor ini menyebabkan implementasi Pecking Order Theory pada sektor publik perlu dipahami sebagai interaksi antara preferensi keuangan dan batasan politik-administratif.

### **Agency Theory**

Agency Theory (Jensen & Meckling, 1976) menjelaskan konflik kepentingan antara pemilik dan manajer. Pada perusahaan privat, penggunaan utang dapat memperkuat disiplin terhadap manajer karena kewajiban pembayaran bunga memaksa efisiensi. Namun, pada BUMN/D, struktur keagenan lebih kompleks karena adanya multi-principal: pemerintah, regulator, parlemen, publik pengguna layanan, dan kadang kreditur internasional.

Kompleksitas ini dapat menciptakan *dual agency conflicts*, yaitu konflik antara pemerintah dan manajemen serta konflik antara tujuan sosial dan tujuan finansial perusahaan. *Leverage* dapat menjadi instrumen disiplin, tetapi juga membuka peluang terjadinya pengalihan risiko apabila manajemen mengambil keputusan untuk memenuhi agenda politik jangka pendek. Oleh karena itu, efek disiplin utang pada BUMN/D jauh lebih tidak stabil dibandingkan perusahaan privat dan sangat tergantung pada kualitas tata kelola.

### **Market Timing Theory**

Market Timing Theory (Baker & Wurgler, 2002) menyatakan bahwa perusahaan memilih struktur modal berdasarkan fluktuasi harga saham, menerbitkan ekuitas saat valuasi tinggi dan menggunakan utang pada kondisi sebaliknya. Teori ini relevan terutama bagi BUMN/D yang terdaftar di bursa (SOEs/GLCs). Namun, peran *market timing* dalam BUMN/D sangat dibatasi oleh kepemilikan negara. Keputusan IPO, right issue, atau *buyback* sering kali merupakan bagian dari strategi pemerintah untuk memperbesar basis aset publik, memperbaiki struktur permodalan, atau meningkatkan penerimaan fiskal. Dengan demikian, *market timing* pada BUMN/D lebih bersifat *policy-driven* ketimbang *purely market-driven*. Implikasinya, perilaku pendanaan perusahaan publik tidak sepenuhnya dapat dijelaskan oleh teori pasar modal standar.

### **Institutional Theory**

Institutional Theory (North, 1990; Scott, 2001; DiMaggio & Powell, 1983) berfokus pada pengaruh regulasi, norma, dan institusi dalam membentuk perilaku organisasi. Dalam konteks struktur modal BUMN/D, teori ini menjadi kunci. BUMN/D di negara berkembang sangat dipengaruhi oleh variabel institusional seperti kualitas tata kelola negara, regulasi tarif dan subsidi, kapasitas fiskal pemerintah sebagai pemilik, stabilitas politik, tingkat perkembangan pasar modal, *sovereign risk*, dan akses kredit internasional.

Institutional theory menjelaskan mengapa BUMN/D dalam dua negara dengan struktur industri serupa dapat memiliki struktur modal yang sangat berbeda. Variabel institusional inilah yang membedakan BUMN/D dari perusahaan privat dan menjelaskan heterogenitas temuan empiris di negara berkembang.

### **Pendekatan Matematis Struktur Modal**

Beberapa penelitian mengembangkan formulasi matematis untuk menjelaskan hubungan antara leverage, risiko, dan profitabilitas dalam konteks Perusahaan, termasuk model dasar Modigliani dan Miller (1958, 1963), formulasi trade-off Kraus dan Litzenberger (1973), model biaya agensi Jensen dan Meckling (1976), serta pengujian matematis *leverage* oleh Fama dan French (2002). Dalam konteks Indonesia, Manurung (2012; 2025) juga merumuskan model matematis struktur modal optimal yang relevan untuk perusahaan publik, yaitu:

$$ROE = (1 - T)[r - i \left(\frac{L}{E}\right)]$$

Model ini menunjukkan bahwa efek leverage pada ROE bergantung pada selisih antara tingkat pengembalian aset ( $r$ ) dan biaya bunga ( $i$ ). Ketika biaya bunga meningkat secara non-linear terhadap leverage—asumsi yang sering berlaku pada BUMN/D dengan keterbatasan akses kredit—muncul titik optimum di mana leverage memberikan manfaat maksimal sebelum menurunkan kinerja.

Dalam konteks SLR ini, pendekatan matematis digunakan bukan sebagai teori dominan, melainkan sebagai lensa analitis untuk menilai apakah temuan empiris dari 24 jurnal mendukung atau menolak prediksi mengenai hubungan non-linear tersebut.

### **Public Enterprise Finance Theory**

Public Enterprise Finance memandang BUMN/D sebagai entitas hibrida yang beroperasi pada irisan antara logika pasar dan logika birokrasi (Shirley & Walsh, 2000; Megginson & Netter, 2001). Tidak seperti perusahaan privat yang tujuan utamanya memaksimalkan nilai pemegang saham, perusahaan publik menghadapi mandat ganda: menjaga keberlanjutan finansial sekaligus memastikan penyediaan layanan publik esensial. Literatur menunjukkan bahwa keputusan pendanaan BUMN/D sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti prioritas pembangunan nasional, tekanan fiskal pemerintah, struktur regulasi, serta sensitivitas sosial terkait layanan publik (Wang, 2014; Musacchio & Lazzarini, 2014).

Perspektif ini menggeser fokus analitis dari optimal *capital structure* ke *feasible capital structure*, yaitu kombinasi pembiayaan yang tidak hanya efisien secara finansial tetapi juga konsisten dengan mandat publik dan risiko politik yang melekat pada perusahaan milik negara. Dalam konteks negara berkembang, banyak BUMN/D memiliki keterbatasan struktural untuk memperoleh ekuitas baru dan lebih cenderung mengandalkan utang sebagai instrumen utama pembiayaan (Chang, 2007). Kerangka ini relevan bagi SLR ini, karena sebagian besar studi empiris menunjukkan bahwa dinamika institusional dan fiskal merupakan determinan yang lebih dominan dibandingkan variabel keuangan murni dalam menjelaskan struktur modal perusahaan publik.

### **Kerangka Konseptual SLR**

Berdasarkan sintesis teori di atas, SLR ini menggunakan kerangka konseptual yang memetakan empat komponen utama:

#### **1. Determinants Internal**

Ukuran perusahaan, profitabilitas, risiko, efisiensi, dan peluang pertumbuhan yang memengaruhi kapasitas perusahaan dalam menanggung utang.

**2. Determinants Eksternal (Institusional)**

Regulasi tarif, kualitas governance, kondisi politik, kapasitas fiskal pemerintah, serta perkembangan pasar modal.

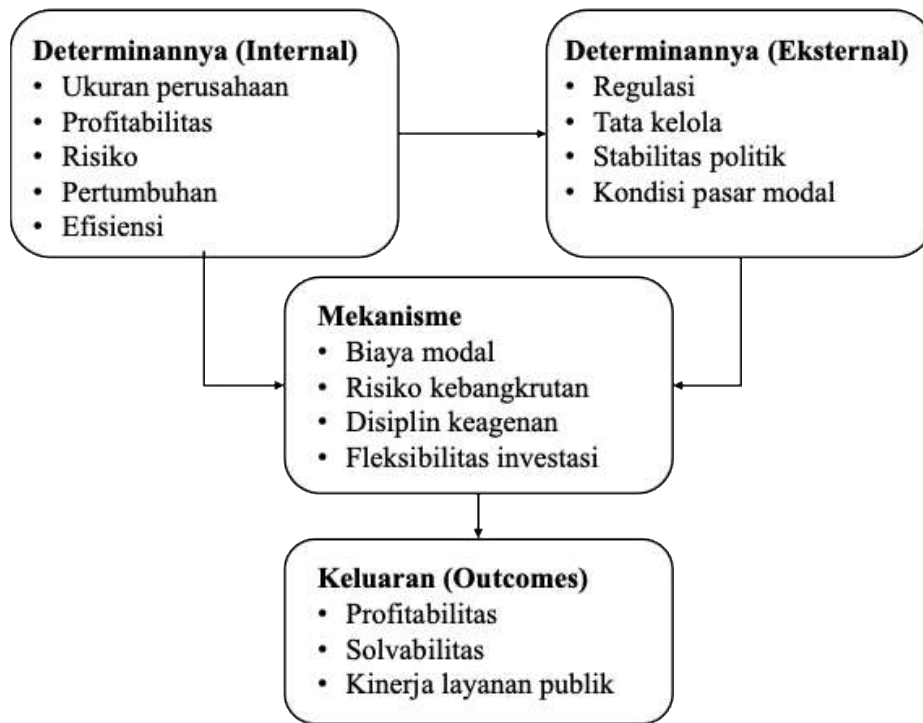
**3. Mechanisms**

Biaya modal, risiko kebangkrutan, disiplin keagenan, sensitivitas terhadap shock, dan fleksibilitas investasi.

**4. Outcomes**

Kinerja finansial (ROA, ROE, solvabilitas) dan kinerja layanan publik.

Kerangka ini menjadi dasar analisis tematik dalam Bab Hasil Sintesis Literatur dan digunakan untuk menginterpretasikan pola-pola empiris dari artikel yang ditelaah.

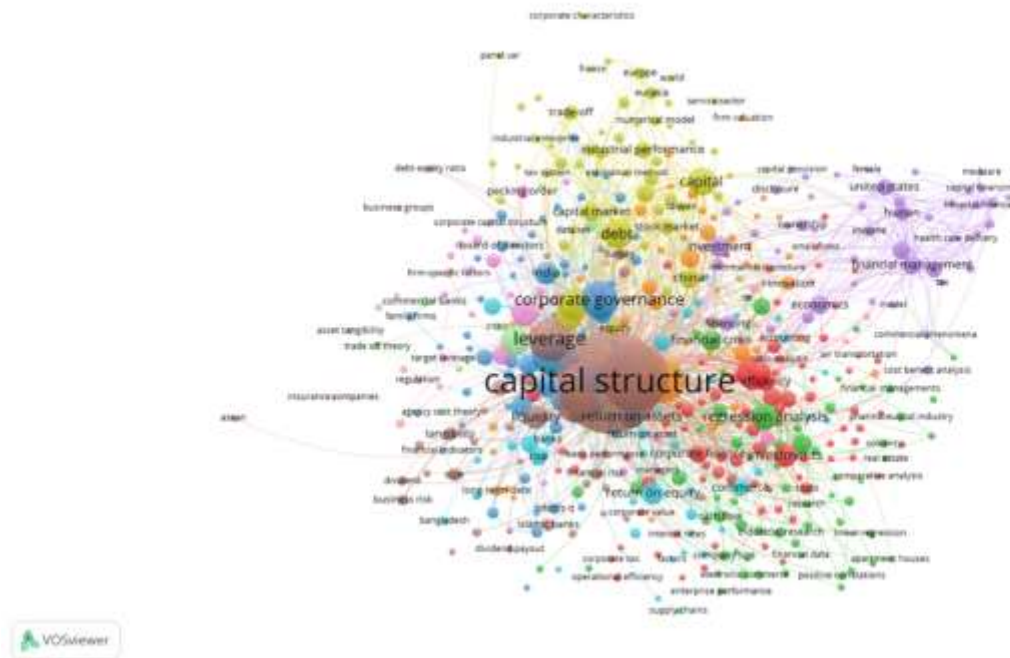


Gambar 1 Kerangka Konseptual

**2.10 Analisis Bibliometrik atas Penelitian Capital Structure**

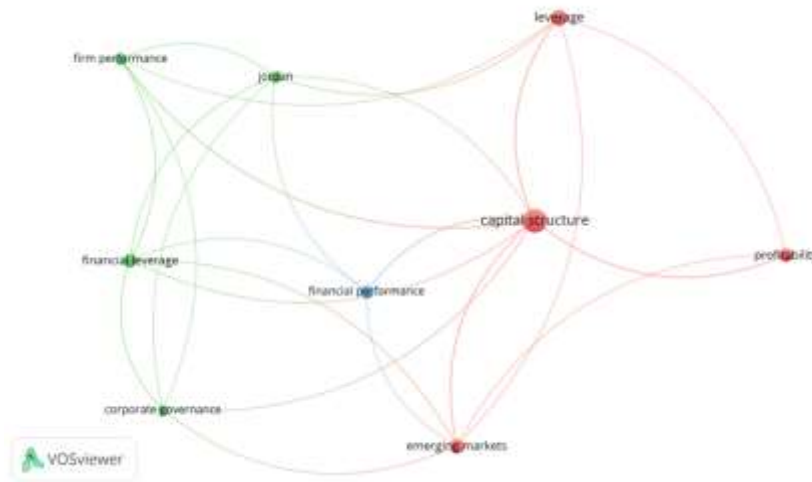
Sebagai pelengkap telaah teoretis, penelitian ini menyertakan analisis bibliometrik terhadap *body of literature* struktur modal untuk memberikan gambaran makro mengenai lanskap penelitian

global. Pencarian awal pada database Scopus menghasilkan 2.530 artikel yang terkait dengan kata kunci *capital structure*, *leverage*, *governance*, dan *firm performance*. Pemetaan menggunakan VOSviewer menunjukkan bahwa kajian struktur modal merupakan domain yang sangat matang, dengan kluster besar yang berpusat pada konsep *leverage*, *profitability*, dan *corporate governance*.



Gambar 2 Peta Bibliometrik Global Penelitian Struktur Modal (2.530 Artikel dari Scopus, 2015–2025)

Namun, bibliometrik juga menegaskan jarangya penelitian yang secara eksplisit menelaah BUMN/D. Node yang berkaitan dengan *state-owned enterprises* atau *government-linked companies* hanya muncul secara marginal dan tidak membentuk kluster mandiri. Hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun struktur modal merupakan topik sentral dalam keuangan perusahaan, studi yang berfokus pada sektor publik masih kurang terwakili.



Gambar 3 Peta Bibliometrik *Screening* Awal (84 Artikel Terpilih untuk SLR)

Analisis tambahan terhadap 84 artikel hasil *screening* awal menunjukkan tren serupa. Klaster yang terbentuk terutama berkisar pada hubungan *leverage*–*performance*, *governance*, dan konteks negara berkembang, tetapi tetap minim rujukan terhadap BUMN/D. Temuan bibliometrik ini memperkuat justifikasi epistemik bagi SLR ini, sekaligus menunjukkan bahwa gap penelitian bersifat struktural, bukan sekadar hasil seleksi literatur yang terbatas.

## METODE PENELITIAN

Bagian ini menjelaskan pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) yang digunakan untuk mengidentifikasi, menyaring, dan menyintesis literatur empiris mengenai struktur modal pada BUMN/D di negara berkembang. Pendekatan SLR mengikuti panduan revidi ilmiah yang menekankan transparansi, sistematisitas, dan *reproducibility* (Snyder, 2019). SLR dipilih karena menawarkan proses yang transparan, replikatif, dan terstruktur, sehingga cocok untuk menggambarkan lanskap riset yang tersebar dan heterogen seperti topik ini. Prosedur penelitian mengikuti pedoman PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*), yang secara luas digunakan dalam penelitian manajemen dan keuangan untuk memastikan kualitas dan ketertelusuran proses seleksi artikel.

### Desain *Systematic Literature Review* (SLR)

Desain SLR dalam penelitian ini menggabungkan prosedur revidi sistematis dengan analisis tematik. Tujuan utamanya adalah mengorganisasi beragam temuan empiris ke dalam pola konseptual yang konsisten dengan kerangka teori pada Bab Teori dan Kerangka Konseptual.

Secara substantif, SLR ini diarahkan untuk menjawab tiga pertanyaan: apa saja determinan struktur modal BUMN/D di negara berkembang; bagaimana pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan; dan sejauh mana faktor institusional dan tata kelola berperan sebagai mediator atau moderator dalam hubungan tersebut.

Secara operasional, desain SLR mencakup empat tahap besar. Tahap pertama adalah identifikasi studi relevan melalui pencarian sistematis di basis data. Tahap kedua adalah penyaringan berdasarkan kriteria inklusi dan eksklusi yang telah ditetapkan sebelumnya. Tahap ketiga meliputi evaluasi kualitas, pengelompokan tematik, dan ekstraksi informasi kunci dari setiap artikel. Tahap keempat adalah sintesis naratif dan interpretatif yang menghubungkan temuan empiris dengan kerangka teori, sehingga menghasilkan pemahaman yang lebih holistik mengenai struktur modal BUMN/D.

### **Sumber Data**

Seluruh data bibliografis dalam SLR ini diperoleh dari Scopus, yang dipilih karena cakupannya yang luas terhadap jurnal bereputasi di bidang manajemen, ekonomi, dan keuangan. Pencarian dilakukan dengan menggunakan query terstruktur yang dirancang untuk menangkap studi empiris mengenai struktur modal dan kinerja perusahaan. *Query* awal berfokus pada kombinasi kata kunci yang mencakup dimensi struktur modal dan kinerja keuangan:

TITLE-ABS-KEY("capital structure" OR "financial leverage" OR "debt structure")

AND

TITLE-ABS-KEY("firm performance" OR "financial performance" OR "profitability" OR "return on assets" OR "ROA" OR "Tobins Q" OR "value of the firm")

Tahap kedua pencarian difokuskan untuk menyaring artikel yang relevan dengan sektor publik dan konteks negara berkembang. Untuk tujuan ini digunakan *query* lanjutan yang memasukkan istilah sektor publik dan variabel regional:

"public enterprise" OR "state-owned enterprise" OR "SOE" OR "municipal enterprise" OR

"public sector firm" OR "government-owned company" OR "developing countr" OR

"emerging econom" OR nama negara berkembang spesifik seperti "Indonesia", "India", atau

"Brazil".\*\*

## Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Untuk memastikan bahwa artikel yang dianalisis benar-benar relevan dengan fokus penelitian, kriteria inklusi dan eksklusi dirumuskan secara jelas. Artikel yang diinklusi adalah studi empiris yang secara eksplisit menganalisis hubungan struktur modal dan kinerja keuangan, menggunakan data dari negara berkembang atau *emerging markets*, serta mencakup perusahaan dengan karakteristik publik, baik berupa perusahaan milik negara (SOEs), *government-linked companies* maupun perusahaan publik yang menjalankan mandat layanan publik. Metode penelitian yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif, seperti regresi linier, panel data, GMM, atau SEM berbasis data numerik, dan dipublikasikan di jurnal yang bereputasi (internasional maupun nasional terindeks). Selain itu, hanya artikel yang tersedia dalam bentuk *full text* dan dapat diunduh yang diikuti dalam SLR ini.

Sebaliknya, artikel yang bersifat konseptual atau review, tidak menggunakan data empiris, berfokus pada negara maju, hanya menelaah perusahaan privat murni tanpa relevansi ke sektor publik, atau diterbitkan di jurnal yang meragukan kualitasnya, dikecualikan dari analisis. Artikel duplikat dan artikel yang tidak menyediakan informasi data yang memadai juga dieliminasi. Penerapan kriteria ini dilakukan secara konsisten selama proses screening dan *full-text review*.

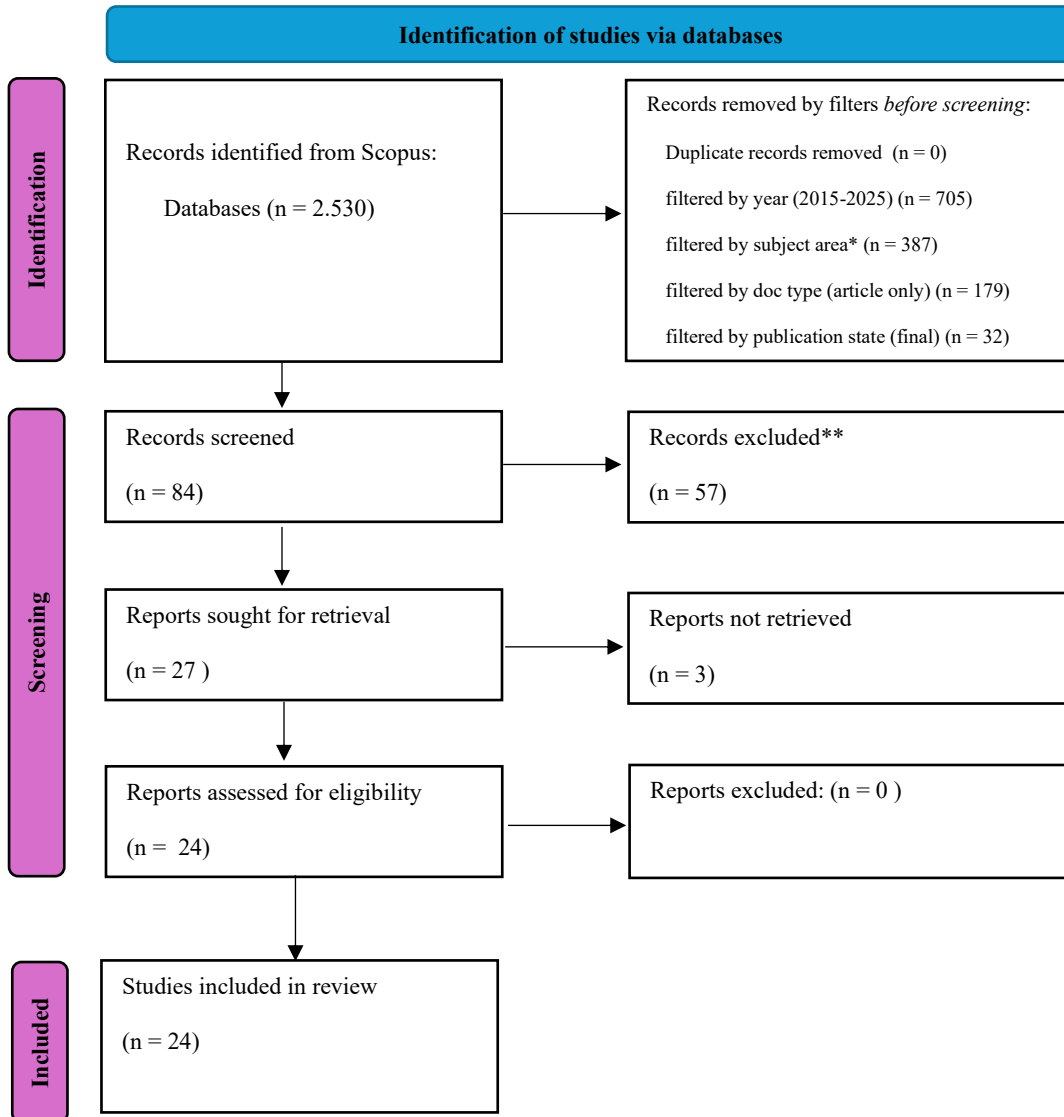
## Prosedur Screening PRISMA

Prosedur PRISMA digunakan untuk mendokumentasikan alur seleksi artikel secara sistematis. Tahap identifikasi dimulai dengan 2.530 rekam artikel hasil pencarian di Scopus. Pada tahap ini dilakukan penyaringan awal berbasis *filters* otomatis, meliputi pembatasan tahun publikasi, bidang ilmu yang relevan, jenis dokumen, bahasa, dan jenis sumber (jurnal ilmiah). Proses ini mengurangi jumlah rekam secara substansial hingga diperoleh 84 artikel yang kemudian masuk ke tahap screening manual.

Tahap screening mencakup penilaian judul dan abstrak untuk menilai kesesuaian dengan topik struktur modal BUMN/D di negara berkembang. Artikel yang jelas tidak relevan, tidak fokus pada struktur modal, atau hanya menyinggung topik secara marginal, dieliminasi pada tahap ini. Hasilnya, 27 artikel dipilih untuk tahap *reports sought for retrieval*.

Tahap berikutnya adalah *eligibility*, yaitu penilaian berbasis *full text*. Pada tahap ini, artikel diperiksa secara rinci untuk memastikan bahwa variabel, konteks, dan metode yang digunakan sesuai dengan kriteria inklusi. Tiga artikel tidak dapat diakses dalam bentuk *full text* meskipun tercantum di Scopus, sehingga tidak dapat dinilai lebih lanjut. Dua puluh empat artikel yang tersisa

dinyatakan memenuhi kriteria kelayakan dan dimasukkan sebagai *studies included in review*. Alur lengkap proses ini digambarkan dalam Diagram PRISMA pada bagian sebelumnya, yang menunjukkan secara visual transisi jumlah artikel dari 2.530 rekam awal hingga menjadi 24 artikel akhir yang dianalisis.



Gambar 4 Diagram Alur PRISMA Proses Identifikasi, Penyaringan, dan Inklusi Studi

### Prosedur Ekstraksi Data CIMO

Ekstraksi data dalam SLR ini menggunakan kerangka CIMO (Context–Intervention–Mechanism–Outcome) untuk memastikan konsistensi analisis lintas studi. Kerangka ini memungkinkan perbandingan sistematis antara studi dengan konteks, intervensi, dan hasil yang berbeda. *Context* mencakup lokasi penelitian, tipe organisasi (SOEs, GLCs, perusahaan publik),

sektor, dan kondisi institusional. *Intervention* merujuk pada aspek struktur modal yang dianalisis—seperti tingkat *leverage*, komposisi utang, penggunaan ekuitas, atau kebijakan pembiayaan terkait. *Mechanism* menggambarkan jalur pengaruh yang menghubungkan struktur modal dengan kinerja, termasuk perubahan biaya modal, risiko kebangkrutan, disiplin keagenan, dan respons terhadap *shock* makro atau regulasi. *Outcome* mencakup berbagai indikator kinerja seperti ROA, ROE, margin laba, Tobin's Q, solvabilitas, atau ukuran risiko. Seluruh elemen CIMO ini diringkas dalam Tabel 1 sehingga memudahkan perbandingan antarartikel dan mendukung proses pengelompokan tematik pada Bab Hasil Sintesis Literatur.

### **Reliabilitas dan Reprodutabilitas**

Untuk memastikan reliabilitas dan reprodutabilitas SLR, sejumlah langkah dilakukan secara konsisten. Proses identifikasi dan penyaringan artikel menjalani pengecekan lebih dari satu kali untuk mengurangi kesalahan klasifikasi, baik pada tahap judul–abstrak maupun *full-text review*. Temuan utama yang dicatat dari setiap artikel selalu divalidasi kembali dengan membaca bagian abstrak dan kesimpulan untuk menghindari kesalahan interpretasi.

Dokumentasi proses juga dilakukan secara transparan. Setiap keputusan eksklusi dan inklusi dicatat, begitu pula perubahan jumlah artikel pada setiap tahap PRISMA. Selain itu, teori dan konsep yang digunakan dalam interpretasi hasil merujuk pada literatur keuangan perusahaan yang mapan, termasuk Manurung (2012; 2025), sehingga memastikan konsistensi antara landasan teori dan interpretasi empiris. Dengan dokumentasi yang rinci, peneliti lain berpotensi mereplikasi atau memperluas SLR ini dengan mengikuti langkah-langkah yang sama.

Tabel 1 Ringkasan Analisis CIMO 24 Jurnal

No	Penulis & Tahun	Negara / Sektor	Jenis Organisasi	Context (C)	Intervention (I)	Mechanism (M)	Outcome (O)	Metode
1	Siddik et al. (2017)	Bangladesh – perbankan	Islamic banks	<i>SOE-like financial institutions</i> di negara berkembang	<i>Leverage, debt–equity mix</i>	Struktur keuangan syariah memengaruhi sensitivitas <i>leverage</i>	ROE, NIM	<i>Panel regression</i>
2	Sdiq & Abdullah (2022)	Afrika Selatan – retail	Listed firms	<i>Emerging market</i> dengan konflik keagenan tinggi	<i>Capital structure, cash holding</i>	<i>Cash holding</i> sebagai moderator hubungan <i>leverage–kinerja</i>	Profitabilitas, arus kas	<i>Panel OLS/GMM</i>
3	Dos Santos Silva et al. (2016)	BRIC – multi sektor	Listed firms	Variasi struktur modal antar negara berkembang besar	<i>Financial leverage antar negara</i>	Perbedaan makro dan institusi memengaruhi <i>leverage</i>	<i>Leverage ratio</i> , nilai perusahaan	<i>Panel data</i>
4	Zafar et al. (2019)	Asia – telekomunikasi	Telecom firms	Kebutuhan modal besar di sektor padat modal	<i>Leverage decisions</i>	Kesenjangan kebutuhan modal → sensitivitas utang	Efisiensi operasional, <i>debt ratio</i>	<i>Panel regression</i>
5	Ima et al. (2024)	Bangladesh – perbankan syariah	Islamic banks	Institusi syariah dengan regulasi khusus	<i>Leverage</i>	Trade-off syariah terhadap struktur utang	Kinerja bank, NIM	<i>Panel data</i>
6	Klestov & Jindřichovská (2021)	G7 vs Emerging	Multi-sektor	Perbandingan struktur modal negara maju vs berkembang	<i>Debt load determinants</i>	Perbedaan pasar modal & institusi	Perilaku pembiayaan	<i>Panel comparison</i>
7	Linh et al. (2024)	Vietnam – sektor publik/privat	General firms	Konteks negara berkembang saat pandemi	Struktur kepemilikan & <i>leverage</i>	Kepemilikan memengaruhi sensitivitas <i>leverage</i>	<i>Dividend policy</i>	<i>Panel OLS</i>
8	Le et al. (2019)	ASEAN region	Listed firms	<i>Emerging markets</i> ASEAN	<i>Leverage, payout decisions</i>	Struktur modal memengaruhi dividen	<i>Dividend payout</i>	<i>Panel</i>

No	Penulis & Tahun	Negara / Sektor	Jenis Organisasi	Context (C)	Intervention (I)	Mechanism (M)	Outcome (O)	Metode
9	Nguyen (2020)	Vietnam – manufaktur	<i>Non-SOE firms</i>	Pertumbuhan dan modal dalam negara berkembang	<i>Capital structure</i>	Struktur modal → <i>firm value</i>	Tobin's Q	<i>Panel</i>
10	Ali (2021)	India – otomotif	<i>Large listed firms</i>	Sektor kompetitif di <i>emerging market</i>	<i>Leverage, dividen</i>	Pengaruh <i>leverage</i> terhadap distribusi laba	ROE, <i>payout</i>	<i>Panel</i>
11	Danila et al. (2020)	Indonesia – multi sektor	<i>Listed firms</i>	Negara berkembang dengan volatilitas tinggi	<i>Financial leverage</i>	<i>Leverage</i> → <i>firm value</i>	Tobin's Q	<i>Panel</i>
12	Prasad et al. (2024)	India – farmasi	<i>Pharma sector</i>	<i>High R&amp;D emerging sector</i>	<i>Capital structure</i>	<i>Leverage</i> memengaruhi ekspansi	ROA, ROE	<i>Regression</i>
13	Nikhil et al. (2024)	Sri Lanka – multi sektor	<i>Listed firms</i>	Struktur modal asimetris di negara berkembang	<i>Asymmetric leverage</i>	<i>Debt–performance asymmetry</i>	Profitabilitas	<i>Quantile regression</i>
14	Dang et al. (2020)	Vietnam – perbankan	<i>Banks</i>	Institusi dengan regulasi ketat	<i>Capital structure</i>	<i>Earnings quality</i> memengaruhi <i>leverage</i>	<i>Firm value</i>	<i>Panel</i>
15	Shaban & Barakat (2023)	Emerging markets	<i>Publicly listed</i>	Dampak ESG terhadap kinerja	<i>Sustainability reporting</i>	ESG memengaruhi <i>cost of capital</i>	ROA, ROE	<i>Regression</i>
16	Nguyen et al. (2023)	Vietnam – multi sektor	<i>Listed firms</i>	Risiko keuangan negara berkembang	<i>Financial risk</i>	Faktor internal–eksternal memengaruhi <i>leverage risk</i>	<i>Financial risk index</i>	<i>Dynamic panel</i>
17	Mouton & Pelcher (2023)	Afrika – multi sektor	<i>Emerging firms</i>	<i>Shock COVID-19</i>	<i>Capital structure</i>	Adaptasi <i>leverage</i> saat krisis	Performa krisis	<i>Panel</i>
18	Shakatreh et al. (2022)	Jordan – SME	<i>SMEs</i>	Regulasi pajak negara berkembang	<i>Tax features</i>	Pajak memengaruhi <i>leverage</i>	<i>Business decisions</i>	<i>OLS</i>

No	Penulis & Tahun	Negara / Sektor	Jenis Organisasi	Context (C)	Intervention (I)	Mechanism (M)	Outcome (O)	Metode
19	Kijkasiwat et al. (2022)	<i>Emerging vs developed</i>	Multi negara	<i>Corporate governance &amp; leverage</i>	<i>Corporate governance scores</i>	<i>Governance memoderasi leverage</i>	Profitabilitas	<i>GMM</i>
20	Sang & Hung (2024)	Vietnam – multi sektor	<i>Listed</i>	<i>ESG &amp; leverage</i>	<i>ESG practices</i>	ESG → biaya modal → kinerja	ROE	<i>Panel</i>
21	Aladwey & Diab (2023)	<i>Developing country</i>	<i>General firms</i>	<i>IFRS adoption</i>	<i>IFRS 15 adoption</i>	Perubahan standar mempengaruhi leverage	<i>Market value</i>	<i>Regression</i>
22	Nazarova & Budchenko (2020)	<i>China – financial sector</i>	<i>Financial institutions</i>	Sistem keuangan <i>emerging market</i>	<i>Capital structure</i>	Kualitas institusi memengaruhi risiko	<i>Stability indicators</i>	<i>Panel</i>
23	Nga & Long (2021)	Vietnam – energi	<i>Energy industry</i>	Industri padat modal	<i>Leverage decisions</i>	<i>Leverage → return profile</i>	ROA, ROE	<i>Panel</i>
24	Kang & Ausloos (2017)	China – manufaktur	<i>Listed firms</i>	Hubungan risiko kredit & leverage	<i>Credit ratings</i>	<i>Governance &amp; ratings mempengaruhi leverage</i>	Kinerja	<i>Panel</i>

## Batasan Penelitian

Walaupun prosedur SLR telah disusun sedemikian rupa agar sistematis dan transparan, beberapa keterbatasan tetap perlu diakui. Pertama, penggunaan satu basis data utama, yaitu Scopus, berpotensi membuat sejumlah artikel relevan dari basis data lain tidak terjangkau. Keterbatasan akses *full text* juga menyebabkan beberapa artikel yang awalnya relevan tidak dapat dianalisis lebih lanjut. Kedua, konteks negara berkembang yang sangat heterogen dari sisi regulasi, struktur pasar, dan kapasitas fiskal membuat generalisasi temuan harus dilakukan secara hati-hati. BUMN/D di satu negara dapat menghadapi kerangka institusional yang sangat berbeda dengan negara lain, sehingga pola struktur modalnya tidak selalu langsung dapat dibandingkan.

Ketiga, fokus SLR ini secara eksplisit berada pada studi kuantitatif. Pendekatan kualitatif atau *mixed-methods* yang sesungguhnya dapat memberikan pemahaman lebih kaya tentang dinamika institusional dan politik tidak banyak terwakili dalam sampel artikel. Keempat, meskipun tujuan awal adalah menelaah struktur modal BUMN/D, sebagian besar studi dalam literatur global masih menggunakan sampel perusahaan privat atau perusahaan publik umum, sehingga evidensi khusus mengenai perusahaan milik negara tetap relatif terbatas.

Keterbatasan-keterbatasan ini tidak mengurangi nilai SLR, tetapi menjadi catatan penting bagi pembacaan hasil dan rekomendasi riset lanjutan. Dalam batas-batas tersebut, SLR ini tetap memberikan landasan konseptual dan empiris yang kuat untuk memahami struktur modal BUMN/D di negara berkembang serta membuka ruang penelitian baru yang lebih terfokus pada sektor publik.

## HASIL SINTESIS LITERATUR

Bagian ini menyajikan sintesis mendalam dari 24 artikel empiris yang dianalisis dalam SLR. Hasil sintesis diorganisasikan ke dalam empat tema besar sesuai pola temuan lintas-negara dan lintas-sektor: (1) hubungan struktur modal dan kinerja keuangan, (2) determinan struktur modal, (3) peran tata kelola dan risiko institusional, serta (4) perilaku struktur modal dalam kondisi krisis atau shock eksternal.

### Tema 1: Struktur Modal dan Kinerja Keuangan

Dari keseluruhan artikel, tema yang paling sering muncul adalah pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan. Sebagian besar penelitian menggunakan indikator kinerja seperti Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Net Interest Margin (NIM) untuk sektor keuangan, margin laba, atau Tobin's Q sebagai proksi nilai perusahaan. Struktur modal umumnya diukur melalui *leverage* (*debt-to-equity ratio* atau *debt-to-asset ratio*) atau variabel turunannya seperti *short-term debt ratio* dan *long-term debt ratio*.

Temuan empiris menunjukkan pola yang tidak konsisten antarnegara dan antar-sektor. Sebagian studi menemukan bahwa *leverage* meningkatkan profitabilitas—konsisten dengan *trade-off theory*—karena utang memberikan manfaat pajak dan meningkatkan disiplin manajerial (Siddik et al., 2017). Namun, sejumlah penelitian lainnya menunjukkan hubungan negative: *leverage* yang tinggi menurunkan kinerja karena meningkatkan beban bunga dan risiko kesulitan keuangan (Nazarova & Budchenko, 2020). Ketidakkonsistenan ini mengarahkan pada kesimpulan bahwa struktur modal tidak memiliki hubungan universal terhadap kinerja; efeknya sangat kontekstual dan bergantung pada kondisi perusahaan serta lingkungan kelembagaan negara.

Beberapa studi juga menemukan hubungan *non-linear*, seperti pola *U-shape* atau *inverted U-shape*. Studi terhadap perusahaan di Bangladesh dan Vietnam mengindikasikan bahwa tingkat penggunaan utang rendah hingga moderat meningkatkan kinerja, tetapi utang berlebih menurunkannya akibat eskalasi biaya keuangan. Temuan ini selaras dengan pendekatan matematis Manurung (2012) bahwa ROE meningkat hanya ketika  $r > i$ , dan utang yang melebihi titik optimum justru menurunkan profitabilitas.

#### *Perbandingan Temuan Antarnegara Asia Selatan (Bangladesh, India):*

Studi dari Bangladesh menunjukkan sensitivitas tinggi antara *leverage* dan profitabilitas. Bank dan perusahaan publik di negara ini cenderung memiliki struktur modal yang sangat dipengaruhi oleh stabilitas makro dan kebijakan fiskal. *leverage* moderat memberikan efek positif terhadap profitabilitas, tetapi sektor perbankan sangat sensitif terhadap peningkatan biaya modal.

#### *Asia Tenggara (Vietnam, Indonesia):*

Temuan dari Vietnam memperlihatkan pola campuran. Perusahaan dengan risiko tinggi menunjukkan hubungan negatif *leverage* –kinerja, sedangkan perusahaan besar dengan peluang pertumbuhan stabil cenderung mendapatkan manfaat dari *leverage*. Di Indonesia, perusahaan dengan hubungan kuat dengan pemerintah (misalnya perusahaan energi atau telekomunikasi) sering mendapatkan akses utang lebih murah, sehingga struktur modalnya dipengaruhi oleh faktor non-pasar.

#### *Afrika & Negara Timur Tengah:*

Di Ghana dan Yordania, *leverage* memiliki korelasi negatif dengan profitabilitas, mengindikasikan ketergantungan pada pendanaan perbankan yang mahal. Persepsi risiko negara meningkatkan biaya pinjaman dan menyebabkan struktur modal berorientasi konservatif—atau justru berlebihan karena intervensi pemilik publik.

Perbandingan ini menunjukkan bahwa *perbedaan institusional*—termasuk tingkat kedalaman pasar modal, kualitas tata kelola, dan risiko negara—lebih berpengaruh terhadap hasil empiris dibanding perbedaan sektor semata.

#### *Faktor Sektor dan Metodologi*

Variasi temuan juga dipengaruhi oleh sektor industri:

- Sektor keuangan: *leverage* menjadi bagian inheren dari model bisnis sehingga efeknya lebih stabil.
- Sektor energi & infrastruktur: proyek jangka panjang dengan pendanaan intensif menyebabkan *leverage* tinggi tetapi terstruktur.
- Sektor manufaktur: efek *leverage* sangat bergantung pada volatilitas harga input dan strategi investasi.

Di sisi metodologi, studi yang menggunakan *panel data longitudinal* dengan *fixed/random effects* cenderung menemukan hubungan signifikan, sementara studi *cross-sectional* sering menghasilkan hasil yang lebih lemah atau tidak konsisten. Pendekatan GMM (Generalized Method of Moments) memberikan pemahaman lebih baik tentang dinamika *leverage*.

Sebagian besar studi menemukan hubungan positif antara *leverage* dan kinerja, terutama pada sektor padat modal atau sektor keuangan. Namun beberapa studi menunjukkan asimetris/*non-linear*,

terutama pada negara dengan risiko makro tinggi. Kualitas tata kelola dan struktur regulasi menjadi faktor penting yang memperkuat atau melemahkan hubungan ini. Rangkuman berbagai studi untuk Tema 1 disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2 Sintesis Tema 1 – Struktur Modal dan Kinerja Keuangan

Penulis & Tahun	Negara / Sektor	Pola <i>Leverage</i> –Kinerja	Non-linear?	Faktor Penguat/Pelemah	Kesimpulan Utama
Siddik et al. (2017)	Bangladesh – Bank	<i>Leverage</i> ↑ → ROE ↑	Tidak	Struktur syariah, regulasi	<i>Leverage</i> moderat meningkatkan profitabilitas bank syariah.
Ima et al. (2024)	Bangladesh – Bank Syariah	<i>Leverage</i> ↑ → kinerja ↑	Tidak	NIM, regulasi syariah	Utang berpengaruh positif melalui efisiensi margin.
Danila et al. (2020)	Indonesia – Multisektor	<i>Leverage</i> ↑ → Value ↑	Linear	<i>Size, growth</i>	<i>Leverage</i> memperkuat nilai perusahaan di Indonesia.
Nguyen (2020)	Vietnam – Manufaktur	<i>Leverage</i> ↑ → Tobin’s Q ↑	Linear	<i>Growth, efficiency</i>	<i>Leverage</i> mendorong valuasi pasar.
Ali (2021)	India – Otomotif	<i>Leverage</i> → ROE stabil	Tidak	<i>Dividend policy</i>	Pengaruh <i>leverage</i> relatif kecil di sektor otomotif.
Prasad et al. (2024)	India – Farmasi	<i>Leverage</i> ↑ → ROA/ROE ↑	Tidak	<i>R&amp;D intensity</i>	Utang meningkatkan kapasitas ekspansi.
Nikhil et al. (2024)	Sri Lanka – Multisektor	Pengaruh asimetris	Ya	Risiko makro, volatilitas	<i>Leverage</i> berdampak berbeda pada kondisi naik/turun.
Dang et al. (2020)	Vietnam – Bank	<i>Earnings quality</i> → <i>leverage</i>	Tidak	<i>Governance bank</i>	Kualitas laba menentukan respons <i>leverage</i> terhadap risiko.
Nga & Long (2021)	Vietnam – Energi	<i>Leverage</i> ↑ → ROE ↑	Tidak	<i>Capital intensity</i>	Utang sesuai karakter sektor padat modal.
Kang & Ausloos (2017)	China – Manufaktur	<i>Credit rating</i> → <i>leverage</i> → kinerja	Tidak	<i>Governance, risk</i>	<i>Leverage</i> memediasi pengaruh risiko kredit pada kinerja.

## Tema 2: Determinan Struktur Modal

### *Perusahaan Besar versus Perusahaan Kecil*

Ukuran perusahaan (*firm size*) adalah determinan paling konsisten dalam literatur. Perusahaan besar, termasuk BUMN/D dengan aset besar, lebih mudah mengakses utang murah karena reputasi dan jaminan eksplisit/implisit dari pemerintah. Sebaliknya, perusahaan kecil dengan volatilitas lebih tinggi cenderung menghindari *leverage* besar. Pada BUMN/D, ukuran perusahaan sering kali berkorelasi dengan kepemilikan negara yang kuat sehingga *leverage* meningkat bukan karena efisiensi, tetapi karena *government-imposed financial mandates*.

### *Risiko, Profitabilitas, dan Peluang Pertumbuhan*

Profitabilitas:

Dalam sebagian besar studi, perusahaan yang lebih menguntungkan memiliki *leverage* lebih rendah—konsisten dengan *pecking order theory*. Namun, beberapa BUMN/D menunjukkan *leverage*

tinggi meskipun profitabilitas rendah, karena tekanan fiskal atau strategi pembiayaan proyek yang diarahkan pemerintah.

Risiko:

Risiko bisnis berhubungan negatif dengan *leverage*. Perusahaan yang menghadapi volatilitas pendapatan atau ketidakpastian permintaan lebih memilih menghindari utang. Namun, dalam konteks BUMN/D, risiko sering kali “dipindahkan” ke pemerintah sehingga perusahaan tetap menggunakan *leverage* tinggi.

Peluang Pertumbuhan:

Pertumbuhan berpengaruh positif terhadap *leverage* di beberapa negara Asia, tetapi negatif di Afrika dan Timur Tengah. Pada BUMN/D, pengambilan utang sering kali justru diarahkan untuk ekspansi infrastruktur, sehingga variabel pertumbuhan menjadi pendorong utama *leverage*.

*Interaksi Institusional dan Tata Kelola*

Di negara berkembang, struktur modal sangat ditentukan oleh kualitas institusi. *Leverage* BUMN/D meningkat ketika pasar modal kurang dalam, pemerintah memberikan jaminan kredit, dan regulasi tidak mendisiplinkan pembiayaan berbasis utang. Literatur menegaskan bahwa tata kelola berperan sebagai moderator penting dalam hubungan determinan *internal-leverage*. Perusahaan dengan tata kelola kuat (diversifikasi dewan, transparansi) memiliki *leverage* yang lebih stabil dan berorientasi jangka panjang.

Tabel 3 Sintesis Tema 2 – Determinan Struktur Modal

Penulis	Negara	Determinan Internal	Determinan Eksternal	Arah Pengaruh	Catatan Penting
Sdiq & Abdullah (2022)	Afrika Selatan	Cash holding, profitability	Market conditions	Cash holding memoderasi leverage	Firm-level moderation kuat.
Klestov & Jindřichovská (2021)	G7 vs Emerging	Profitabilitas, size	Institutional quality	Emerging countries lebih berutang	Institusi lemah → leverage tinggi.
Le et al. (2019)	ASEAN	Profitabilitas, payout	Regional integration	Payout dipengaruhi leverage	Kebijakan dividen terbatas.
Linh et al. (2024)	Vietnam	Ownership structure	COVID context	Ownership → leverage	Krisis menguatkan sensitivitas leverage
Nguyen et al. (2023)	Vietnam	Firm risk, liquidity	Market volatility	Risiko mempengaruhi leverage	Market-driven risk menentukan struktur modal
Sang & Hung (2024)	Vietnam	ESG practices	Regulasi ESG	ESG → leverage	ESG menurunkan risiko pendanaan.
Nazarova & Budchenko (2020)	China	Firm-specific risks	Institutional quality	Institusi kuat → leverage stabil	Risiko negara berperan besar
Shakatreh et al. (2022)	Jordan	Profitabilitas	Regulasi pajak	Pajak mempengaruhi utang	Tax-driven leverage decisions

Tabel 3 menyajikan sintesis Tema 2, yaitu terdapat dua determinan, yaitu internal (*profitability, size, risk, liquidity, payout*) dan eksternal (*institutions, tax systems, market volatility, Environment,*

*Social, and Governance (ESG)*). Negara berkembang menunjukkan sensitivitas tinggi terhadap faktor eksternal, terutama regulasi, pajak, dan kualitas institusi.

### Tema 3: Peran Tata Kelola dan Risiko

#### *Governance Codes, Disclosure, dan International Financial Reporting Standards (IFRS) Adoption*

Tata kelola (*governance*) menjadi salah satu variabel kunci dalam 24 studi yang dianalisis. Studi menunjukkan bahwa negara dengan *governance codes* ketat dan standar pelaporan tinggi cenderung memiliki struktur modal yang lebih sehat. Adopsi IFRS—terutama IFRS 15 yang memengaruhi pengakuan pendapatan—berdampak pada volatilitas pendapatan, sehingga keputusan *leverage* menjadi lebih konservatif.

Transparansi dalam pelaporan publik meningkatkan kepercayaan investor dan menurunkan biaya modal. BUMN/D yang diwajibkan menerapkan standar pelaporan transparan lebih mampu mempertahankan *leverage* optimal.

#### *Environment, Social, and Governance (ESG)–Leverage Nexus*

Studi terbaru menunjukkan adanya interaksi antara praktik ESG dengan struktur modal. Perusahaan yang menunjukkan kinerja ESG kuat memiliki *leverage* lebih stabil karena akses terhadap pinjaman dengan syarat lebih baik, termasuk *green financing*. Dalam konteks BUMN/D, ESG menjadi semakin relevan, terutama pada sektor energi, transportasi, dan sumber daya alam.

#### *Konflik Keagenan pada BUMN/D*

Konflik keagenan di BUMN/D lebih kompleks dibanding perusahaan privat. Konflik tidak hanya antara pemegang saham dan manajer, tetapi juga antara pemerintah, masyarakat, regulator, dan pemangku kepentingan lainnya. Studi menemukan bahwa *leverage* dapat menjadi alat disiplin untuk menekan ketidakefisienan manajerial, namun dalam konteks tertentu utang justru meningkatkan risiko perilaku oportunistik karena adanya jaminan pemerintah. Temuan ini menegaskan perlunya tata kelola yang kuat untuk menyeimbangkan insentif dan risiko dalam struktur modal BUMN/D.

Sintesis dari Tema 3 sebagaimana disajikan pada Tabel 4 adalah tata kelola berperan sebagai penyaring risiko, terutama dalam konteks negara berkembang yang menghadapi risiko institusional tinggi. ESG dan *earnings quality* keduanya menjadi bentuk tata kelola modern yang mulai dominan.

Tabel 4 Sintesis Tema 3 – Tata Kelola dan Risiko

Penulis & Tahun	Negara	Peran Tata Kelola	Mekanisme Risiko	Dampak pada Struktur Modal	Catatan
Kijkasiwat et al. (2022)	<i>Emerging vs Developed</i>	Tata Kelola sebagai moderator	<i>Firm risk &amp; institutional risk</i>	Tata kelola kuat → <i>leverage</i> lebih stabil	Faktor tata kelola sangat dominan.
Dang et al. (2020)	Vietnam	Kualitas pendapatan sebagai bagian tata kelola	<i>Earnings risk</i>	Kualitas laba mengatur <i>leverage</i>	Tata kelola bank memengaruhi <i>leverage</i> .
Sang & Hung (2024)	Vietnam	ESG sebagai tata Kelola modern	ESG → risiko lebih rendah	ESG meningkatkan akses pendanaan	ESG driver penting negara berkembang.
Nazarova & Budchenko (2020)	China	Tata Kelola kelembagaan	<i>Sovereign risk</i>	Institusi kuat → <i>leverage</i> stabil	Risiko negara mempengaruhi biaya modal.

Penulis & Tahun	Negara	Peran Tata Kelola	Mekanisme Risiko	Dampak pada Struktur Modal	Catatan
Kang & Ausloos (2017)	China	Credit rating sebagai proksi tata kelola	Kredit vs leverage risk	Rating menentukan leverage	Tata kelola-risiko-leverage terhubung kuat.

#### Tema 4: Krisis, Shock Eksternal, dan Adaptasi Struktur Modal

##### *Pandemi COVID-19*

Artikel terkait COVID-19 menunjukkan bahwa perusahaan di negara berkembang merespons pandemi dengan mengurangi *leverage* jangka pendek dan memperbesar *cash holding*. Namun BUMN/D menghadapi tekanan berbeda: mereka tetap harus menyediakan layanan publik meskipun pendapatan menurun. Hal ini menyebabkan *leverage* BUMN/D justru meningkat di beberapa negara untuk menjaga kesinambungan operasi.

##### *Krisis BRIC*

Studi mengenai BRIC menunjukkan bahwa krisis ekonomi mendorong penyesuaian signifikan terhadap struktur modal. BUMN/D di BRIC menghadapi tekanan likuiditas, fluktuasi nilai tukar, dan volatilitas suku bunga. Ketergantungan pada pasar utang domestik meningkat, sementara akses ke pembiayaan global menurun.

##### *Financial Liberalization*

Liberalisasi keuangan di berbagai negara berkembang memberikan peluang bagi BUMN/D untuk mengakses pasar modal yang lebih dalam. Namun, liberalisasi juga meningkatkan risiko volatilitas aliran modal dan fluktuasi biaya utang. Studi menunjukkan bahwa BUMN/D yang berhasil menyeimbangkan *leverage* jangka pendek dan jangka panjang cenderung lebih ketahanan terhadap *shock* eksternal.

##### *Dampaknya terhadap Pembiayaan BUMN/D*

Secara umum, *shock* eksternal menegaskan bahwa struktur modal BUMN/D tidak semata-mata ditentukan oleh variabel finansial internal, tetapi juga oleh kondisi eksternal seperti krisis, perubahan kebijakan fiskal, volatilitas global, serta kebijakan moneter. BUMN/D dengan tata kelola kuat dan struktur modal yang *prudent* terbukti lebih mampu bertahan dan kembali pulih.

Tabel 5 Sintesis Tema 4 – Krisis, *Shock* Eksternal, dan Adaptasi Struktur Modal

Penulis & Tahun	Negara	Jenis Shock	Respons Struktur Modal	Outcome Utama	Implikasi
Mouton & Pelcher (2023)	Afrika	COVID-19	Penyesuaian <i>leverage</i> drastis	Stabilitas perusahaan	Adaptasi tergantung ketahanan awal.
Linh et al. (2024)	Vietnam	Pandemi COVID	<i>Leverage</i> dipengaruhi ownership	Kebijakan <i>payout</i>	Krisis memperkuat sensitivitas struktur modal.
Dos Santos Silva et al. (2016)	BRIC	Krisis 2008/2010	Perubahan <i>leverage</i> antar negara	Variasi kinerja	Negara <i>emerging</i> paling sensitif.
Nikhil et al. (2024)	Sri Lanka	Volatilitas makro	Pengaruh <i>leverage</i> asimetris	Profitabilitas	<i>Leverage</i> lebih berbahaya saat volatilitas naik.
Nazarova & Budchenko (2020)	China	Risiko negara	<i>Leverage</i> dipertahankan stabil	Resiliensi institusional	Tata kelola mengurangi dampak <i>shock</i> .

Temuan lintas studi sebagaimana dirangkum pada Tabel 5 di atas menunjukkan bahwa BUMN/D merespons *shock* eksternal—seperti pandemi, krisis keuangan, dan volatilitas makro—dengan pola yang berbeda dari perusahaan privat: mereka cenderung meningkatkan *leverage* untuk menjaga kontinuitas layanan, bukan menurunkannya. Adaptasi struktur modal ini sangat dipengaruhi oleh kualitas tata kelola dan kapasitas fiskal negara, sehingga BUMN/D dengan tata kelola kuat terbukti lebih resilien terhadap krisis dibandingkan yang lemah. Temuan ini menegaskan bahwa *shock* eksternal memperkuat ketergantungan BUMN/D pada konteks institusional, bukan semata variabel finansial internal.

### **Kesenjangan Penelitian**

Sintesis atas dua puluh empat artikel menunjukkan bahwa penelitian mengenai struktur modal BUMN/D di negara berkembang masih menghadapi sejumlah keterbatasan substantif dan metodologis. Pertama, terdapat kesenjangan fundamental dalam cakupan objek. Sebagian besar studi berfokus pada perusahaan privat atau perusahaan publik komersial, sementara perusahaan yang sepenuhnya dimiliki pemerintah—terutama pada sektor layanan dasar seperti air minum, transportasi lokal, dan utilitas daerah—nyaris tidak tersentuh. Kondisi ini membuat pemahaman mengenai dinamika *leverage* BUMN/D masih sangat fragmentaris.

Kedua, variabel kelembagaan dan politik belum diintegrasikan secara memadai dalam model empiris. Padahal, politik tarif, tekanan fiskal pemerintah, dan penunjukan direksi berbasis politik terbukti menjadi determinan penting dalam sektor publik. Banyak studi menyebutkan tata kelola secara umum, tetapi hanya sedikit yang mengukurnya secara komprehensif atau memasukkan indikator *political interference*, meskipun fenomena tersebut dominan dalam praktik.

Ketiga, sebagian besar penelitian masih menggunakan indikator kinerja finansial konvensional seperti ROA dan ROE. Penelitian mengenai dampak struktur modal terhadap kinerja layanan publik, efisiensi operasional, keberlanjutan, atau *outcome* sosial masih sangat terbatas. Mengingat mandat BUMN/D tidak hanya finansial, kekurangan ini menjadi celah epistemik penting dalam literatur.

Keempat, terdapat minimnya bukti *longitudinal*. Hampir semua studi menggunakan data *cross-section* atau panel jangka pendek, sehingga gagal menangkap dinamika *leverage* yang dipengaruhi siklus fiskal, prioritas politik, maupun *shock* eksternal seperti pandemi. Padahal, bukti *longitudinal* diperlukan untuk memahami peran BUMN/D sebagai *shock absorber* dan perilaku *leverage* sepanjang waktu.

Kelima, kajian mengenai *non-linear dynamics leverage* masih belum mendalam. Banyak studi menunjukkan adanya *turning point* atau *leverage threshold*, tetapi tidak ada yang memodelkannya secara eksplisit. Padahal, fenomena titik optimum *leverage* sangat relevan bagi perusahaan publik yang operasinya sensitif terhadap beban bunga dan efisiensi layanan.

Secara keseluruhan, kesenjangan penelitian ini menunjukkan perlunya pendekatan yang lebih terintegrasi antara teori keuangan, kelembagaan, dan ekonomi politik untuk memahami struktur modal BUMN/D secara lebih komprehensif. Tabel 6 menyajikan kesenjangan penelitian yang diidentifikasi melalui SLR ini.

Tabel 6 Kesenjangan Penelitian yang Diidentifikasi dari Telaah Sistematis

Tema Sintesis	Temuan Utama Literatur (Subtema)	Research Gap yang Diidentifikasi	Implikasi Gap untuk Agenda Riset Selanjutnya
<b>Tema 1: Struktur Modal dan Kinerja Keuangan</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Hubungan leverage–kinerja tidak konsisten antarnegara.</li> <li>– Beberapa studi mencatat <i>non-linear effect</i>, tetapi tidak dianalisis sistematis.</li> <li>– Kinerja diukur terutama dengan ROA/ROE.</li> </ul>	<p><b>Gap A:</b> Minim bukti empiris khusus BUMN/D; mayoritas studi berbasis perusahaan privat. <b>Gap C:</b> Kinerja non-keuangan (<i>public service outcomes</i>) hampir tidak dievaluasi.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Dibutuhkan studi kuantitatif yang fokus pada BUMN/D.</li> <li>– Riset harus memasukkan indikator layanan publik, efisiensi teknis, dan <i>outcome</i> sosial.</li> </ul>
<b>Tema 2: Determinan Struktur Modal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Ukuran, pertumbuhan, profitabilitas, risiko terbukti konsisten memengaruhi <i>leverage</i>.</li> <li>– Faktor institusi jarang masuk dalam model empiris.</li> <li>– Variasi sektor belum dijelaskan mendalam.</li> </ul>	<p><b>Gap B:</b> Variabel institusional dan regulasi belum terintegrasi secara sistematis dalam model empiris.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Model struktur modal di negara berkembang harus memasukkan regulasi, tarif, <i>sovereign risk</i>, <i>governance</i>, dan kondisi pasar modal.</li> <li>– Perlu studi sektoral mendalam pada energi, air, transportasi, dan utilitas publik lainnya.</li> </ul>
<b>Tema 3: Tata kelola, Institusi, dan Risiko</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Tata kelola terbukti memoderasi hubungan <i>leverage–kinerja</i>.</li> <li>– Tidak ada konsistensi dalam pengukuran <i>governance</i>.</li> <li>– <i>Political intervention</i> sering hanya disebut, tidak dimodelkan.</li> </ul>	<p><b>Gap B:</b> Pengukuran tata kelola tidak seragam dan tidak terstandarisasi. <b>Gap D:</b> Konteks negara berkembang (politik, fiskal, regulasi) belum ditangkap secara eksplisit.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Dibutuhkan indikator tata kelola khusus BUMN/D.</li> <li>– Perlu riset yang memasukkan <i>political economy</i>, risiko fiskal pemerintah, dan struktur regulasi.</li> </ul>
<b>Tema 4: Krisis, Shock Eksternal, dan Adjustments</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Studi krisis (COVID-19, BRIC crisis) menunjukkan <i>leverage</i> sangat sensitif terhadap shock.</li> <li>– Hampir tidak ada penelitian longitudinal. – Respons penyesuaian <i>leverage</i> pascakrisis belum dianalisis.</li> </ul>	<p><b>Gap E:</b> Minimnya studi <i>longitudinal</i> jangka panjang mengenai dinamika <i>leverage</i> BUMN/D.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Diperlukan panel data jangka panjang untuk mempelajari <i>leverage adjustment speed</i> dan <i>shock resilience</i>.</li> <li>– Riset harus membandingkan masa krisis dan pascakrisis pada sektor publik di negara berkembang.</li> </ul>

### IMPLIKASI TEORETIS DAN PRAKTIS

Temuan SLR memberikan sejumlah implikasi penting bagi pengembangan teori keuangan perusahaan, khususnya dalam konteks BUMN/D di negara berkembang. Secara teoretis, hasil sintesis

memperkuat pemahaman bahwa struktur modal pada perusahaan publik tidak dapat sepenuhnya dijelaskan oleh teori konvensional seperti Trade-Off, Pecking Order, atau Agency Theory. Berbagai studi menunjukkan bahwa *leverage* BUMN/D lebih banyak dipengaruhi oleh faktor kelembagaan, regulasi tarif, tekanan fiskal pemerintah, serta dinamika politik. Dengan demikian, hasil SLR menegaskan perlunya perluasan kerangka teori keuangan perusahaan menuju pendekatan *institutionally embedded capital structure*, di mana keputusan pendanaan dipahami sebagai kombinasi antara logika pasar dan logika birokrasi. Selain itu, temuan mengenai adanya pola *non-linear* dan potensi *leverage threshold* memberikan indikasi bahwa model matematis, seperti yang dikembangkan Manurung (2012), dapat digunakan sebagai lensa analitis untuk memahami batas aman *leverage* BUMN/D, terutama pada sektor utilitas ber-*margin* rendah.

Secara praktis, SLR memberikan implikasi signifikan bagi regulator, manajemen BUMN/D, dan lembaga pembiayaan publik. Bagi regulator, hasil penelitian menegaskan pentingnya konsistensi kebijakan tarif, transparansi tata kelola, dan dukungan fiskal yang berkelanjutan agar struktur modal BUMN/D tidak terdistorsi oleh intervensi jangka pendek. Regulator perlu mempertimbangkan mekanisme penetapan tarif berbasis biaya (*cost-reflective tariff*) serta mendorong penyusunan kerangka tata kelola yang mengurangi *political interference* dalam keputusan investasi dan pendanaan.

Bagi manajemen BUMN/D, implikasi praktis terbesar terletak pada perlunya pengelolaan risiko *leverage* yang lebih disiplin. Temuan SLR menunjukkan bahwa efisiensi operasional, ukuran perusahaan, dan stabilitas arus kas merupakan determinan paling konsisten dalam membentuk struktur modal yang sehat. Manajemen perlu mengintegrasikan analisis sensitivitas bunga dan skenario fiskal dalam proses perencanaan pendanaan jangka panjang.

Sementara itu, bagi lembaga keuangan, temuan SLR memberikan dasar empiris bagi pengembangan instrumen pembiayaan yang lebih adaptif terhadap risiko institusional. Ini mencakup kebutuhan akan skema *blended finance*, mekanisme insentif berbasis kinerja, serta penggunaan *risk-based pricing* yang mempertimbangkan tata kelola dan efisiensi operasional sebagai parameter utama.

Secara keseluruhan, implikasi teoritis dan praktis ini menunjukkan bahwa keputusan struktur modal BUMN/D membutuhkan pendekatan multidimensi yang mencakup aspek finansial, institusional, dan politik secara bersamaan. Temuan ini juga menegaskan bahwa upaya perbaikan struktur modal tidak dapat dipisahkan dari reformasi tata kelola sektor publik secara lebih luas. Dengan demikian, hasil SLR membuka ruang penting bagi agenda penelitian berikutnya yang mengintegrasikan perspektif keuangan perusahaan dengan analisis kebijakan publik dan ekonomi politik. Secara ringkas, temuan SLR ini dirangkum pada Tabel 7.

Tabel 7 Matriks Terintegrasi Teori - Evidensi - Praktik

Teori Utama	Prediksi Utama Teori	Temuan SLR (Evidensi 24 Jurnal)	Implikasi Teoretis	Implikasi Praktis
<b>Modigliani–Miller (MM)</b>	Struktur modal tidak memengaruhi nilai dalam pasar sempurna; <i>leverage</i> netral.	Semua studi negara berkembang menunjukkan <i>leverage</i> memengaruhi kinerja; fluktuasi biaya modal dan risiko	Teori MM tidak berlaku untuk BUMN/D; perluasan MM harus memasukkan distorsi pasar,	Regulator perlu memperbaiki struktur pasar modal; pemerintah harus mengurangi intervensi agar perilaku pendanaan lebih rasional.

Teori Utama	Prediksi Utama Teori	Temuan SLR (Evidensi 24 Jurnal)	Implikasi Teoretis	Implikasi Praktis
		institusional mengubah model MM.	risiko negara, dan intervensi pemilik.	
<b>Trade-off Theory</b>	<i>Leverage</i> optimum terjadi saat manfaat pajak > biaya <i>distress</i> ; ada titik optimum.	BUMN/D sering melewati titik optimum karena tekanan politik, keterbatasan ekuitas, dan jaminan pemerintah → <i>over-leveraged</i> .	<i>Trade-off</i> perlu disesuaikan: biaya <i>distress</i> pada BUMN/D bersifat sosial, bukan hanya finansial.	Pemerintah perlu menetapkan batas <i>leverage</i> untuk SOE; lembaga keuangan publik harus menghitung “ <i>social distress cost</i> ” dalam penilaian risiko.
<b>Pecking Order Theory</b>	Urutan pendanaan: laba ditahan → utang → ekuitas; ekuitas paling dihindari.	Sebagian BUMN/D langsung menggunakan utang karena keterbatasan <i>retained earnings</i> + tekanan politik; tidak mengikuti urutan klasik.	Teori perlu diperluas: urutan pendanaan bukan <i>preference-based</i> , tetapi <i>political-institutional ordering</i> .	SOE perlu penguatan laba ditahan; pemerintah perlu mengurangi tekanan untuk ekspansi berbasis utang.
<b>Agency Theory</b>	<i>Leverage</i> dapat mendisiplinkan manajer, tetapi juga meningkatkan <i>risk shifting</i> .	Tata kelola yang lemah membuat <i>leverage</i> cenderung memperburuk risiko; studi menunjukkan tata kelola memoderasi hubungan <i>leverage-kinerja</i> .	Agency theory dalam BUMN/D memerlukan model <i>multi-principal</i> (pemerintah, publik, regulator).	Perlu penguatan tata kelola; KPI manajemen harus memasukkan risiko <i>leverage</i> ; regulator harus menerapkan <i>governance scoring</i> untuk BUMN/D.
<b>Market Timing Theory</b>	Perusahaan memilih pendanaan berdasarkan kondisi pasar modal dan valuasi.	<i>Market timing</i> terbatas karena sebagian besar SOE tidak fleksibel menerbitkan ekuitas; keputusan IPO/FPO sering mengikuti strategi fiskal pemerintah.	<i>Market timing</i> pada SOE bersifat “ <i>state-driven timing</i> ”, bukan pasar murni.	Pemerintah perlu membuat kalender pendanaan yang tidak politis; otoritas pasar modal harus meningkatkan kedalaman pasar BUMN/D.
<b>Institutional Theory</b>	Perilaku pendanaan dipengaruhi regulasi, kualitas institusi, dan kapasitas fiskal negara.	Hampir semua studi menunjukkan institusi paling menentukan <i>leverage</i> di negara berkembang; risiko fiskal dan politik membatasi akses utang jangka panjang.	Institutional theory sangat cocok untuk menjelaskan anomali struktur modal BUMN/D; teori ini perlu menjadi <i>framework</i> utama.	Reformasi tarif, kepastian regulasi, dan stabilitas politik harus diperkuat agar BUMN/D mendapat biaya modal lebih rendah.
<b>Public Enterprise Finance Theory</b>	BUMN/D berada di antara logika pasar dan logika birokrasi; pendanaan dipengaruhi mandat publik dan politik.	Semua studi menunjukkan dual-mandat menciptakan <i>conflict of objectives</i> → <i>leverage</i> tidak efisien, kinerja finansial sering rendah, tetapi layanan	Perluasan teori: struktur modal BUMN/D harus dianalisis sebagai fungsi kebijakan publik, bukan hanya keputusan korporasi.	Pemerintah harus menyeimbangkan mandat layanan publik dengan kesehatan finansial; BUMN/D perlu model pembiayaan campuran ( <i>blended finance</i> ).

Teori Utama	Prediksi Utama Teori	Temuan SLR (Evidensi 24 Jurnal)	Implikasi Teoretis	Implikasi Praktis
		publik tetap harus berjalan.		
<b>Pendekatan Matematis (Adler–Manurung)</b>	ROE meningkat jika $r > i$ ; ada leverage optimum saat $i = \delta(L/E)$ .	Bukti SLR: banyak BUMN/D memiliki $r$ rendah dan $\delta$ tinggi $\rightarrow$ leverage optimum rendah tetapi dipaksa naik oleh pemilik.	Model matematis perlu memasukkan variabel institusional (regulasi, risiko politik, fiskal).	BUMN/D perlu evaluasi titik optimum leverage berbasis risiko sektor dan fiskal; lembaga keuangan publik harus menilai sensitivitas bunga delta ( $\delta$ ).

## KESIMPULAN

Analisis sistematis terhadap dua puluh empat artikel empiris menjelaskan bahwa struktur modal BUMN/D di negara berkembang merupakan fenomena yang jauh lebih kompleks dibandingkan perusahaan privat. Hubungan antara *leverage* dan kinerja keuangan tidak bersifat universal; pada beberapa konteks *leverage* meningkatkan profitabilitas, sementara pada konteks lain justru menurunkan kinerja. Variasi ini dipengaruhi oleh perbedaan sektor, risiko negara, dan kualitas institusi. Temuan *non-linear* bahkan menunjukkan bahwa terdapat titik optimum *leverage*, sehingga keputusan pembiayaan tidak dapat diambil secara ekstrem.

Determinannya pun sangat kontekstual. Ukuran perusahaan, risiko, profitabilitas, dan peluang pertumbuhan tetap menjadi prediktor penting, namun variabel institusional seperti kekuatan regulasi, kedalaman pasar modal, dan praktik tata kelola memiliki pengaruh yang justru lebih besar pada BUMN/D. Hal ini menegaskan bahwa pendekatan keuangan murni belum cukup untuk menjelaskan perilaku pembiayaan sektor publik.

SLR ini mengidentifikasi beberapa kesenjangan penelitian yang signifikan. Minimnya studi mengenai BUMN/D, absennya variabel institusional dalam model empiris, dan kurangnya indikator kinerja non-finansial menandakan bahwa literatur masih terfokus pada perspektif perusahaan privat. Selain itu, pendekatan penelitian yang umumnya cross-sectional belum mampu menangkap dinamika struktur modal jangka panjang, terutama saat perusahaan harus bereaksi terhadap krisis atau perubahan kebijakan besar.

Kontribusi utama dari SLR ini adalah memberikan sintesis komprehensif mengenai struktur modal BUMN/D dengan menempatkannya dalam konteks negara berkembang. Penelitian ini tidak hanya menggambarkan apa yang telah ditemukan, tetapi juga menyoroti apa yang belum diteliti. Integrasi teori keuangan klasik dengan pendekatan kelembagaan membuka ruang bagi pengembangan model empiris yang lebih relevan bagi sektor publik.

Ke depan, penelitian mengenai struktur modal BUMN/D perlu diarahkan pada penggunaan model longitudinal, integrasi variabel institusional, dan perluasan indikator kinerja yang mencakup aspek layanan publik, keberlanjutan lingkungan, dan efisiensi operasional. Pendekatan tersebut tidak hanya akan memperkuat basis akademik, tetapi juga memberikan kontribusi nyata bagi perancang kebijakan, regulator, dan lembaga pembiayaan publik yang berupaya meningkatkan efektivitas dan keberlanjutan pembiayaan sektor publik.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Ali, A. (2021), 'Profitability variations and disparity in automobile sector: A case of leading Indian automobile companies', *Accounting*, pp. 1–12.
- Aladwey, L. & Diab, A. (2023), 'The determinants and effects of the early adoption of IFRS 15: Evidence from a developing country', *Cogent Business & Management*, 10(1), doi:10.1080/23311975.2023.xxxxxx.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002), 'Market timing and capital structure', *Journal of Finance*, 57(1), pp. 1–32.
- Chang, H. (2007), State-owned enterprise reform, *UN DESA Discussion Paper No. 5*, United Nations, New York.
- Dang, H.N., Nguyen, T.T.C. & Tran, D.M. (2020), 'The impact of earnings quality on firm value: The case of Vietnam', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), pp. 19–27.
- Danila, N., Noreen, U., Azizan, N.A., Farid, M. & Ahmed, Z. (2020), 'Growth opportunities, capital structure and dividend policy in emerging markets: Indonesia case study', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(8), pp. 263–272.
- Denyer, D. & Tranfield, D. (2009), 'Producing a systematic review', in Buchanan, D. & Bryman, A. (eds.), *The Sage handbook of organizational research methods*, Sage, London, pp. 671–689.
- DiMaggio, P. & Powell, W. (1983), 'The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality', *American Sociological Review*, 48, pp. 147–160.
- Dos Santos Silva, E., Dos Santos, J.F., Perobelli, F.F.C. & Nakamura, W.T. (2016), 'Capital structure of Brazil, Russia, India and China by economic crisis', *Revista de Administração Mackenzie*, 17(4), pp. 44–70.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002), 'Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt', *The Review of Financial Studies*, 15(1), pp. 1–33.
- Guerrini, A., Romano, G., Campedelli, B. & Moggi, S. (2011), 'Determinants of financial distress in public utilities', *Utilities Policy*, 19(4), pp. 244–252.
- Ima, U.M., Rabeta, M., Nahar, N. & Sumi, S.S. (2024), 'Leverage-induced profitability in Bangladeshi firms: An empirical analysis', *Investment Management and Financial Innovations*, 21(1), pp. 45–56.
- Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360.
- Kang, M. & Ausloos, M. (2017), 'Credit risk ratings as determinants of corporate governance and capital structure in emerging markets: Evidence from Chinese listed companies', *Economies*, 5(4), pp. 1–20.
- Kijkasiwat, P., Hussain, A. & Mumtaz, A. (2022), 'Corporate governance, firm performance and financial leverage across developed and emerging economies', *Risks*, 10(6), pp. 1–18.
- Klestov, M. & Jindřichovská, I. (2021), 'The determinants of debt load for companies in emerging markets', *Journal of Corporate Finance Research*, 15(2), pp. 55–70.
- Kornai, J. (1986), 'The soft budget constraint', *Kyklos*, 39(1), pp. 3–30.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973) 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *The Journal of Finance*, 28(4), pp. 911–922.
- Le, T.T.H., Nguyen, X.H. & Tran, M.D. (2019), 'Determinants of dividend payout policy in emerging markets: Evidence from ASEAN region', *Asian Economic and Financial Review*, 9(3), pp. 345–360.
- Linh, N.V., Hung, D.N. & Van, V.T.T. (2024), 'Factors affecting the dividend policy of Vietnamese enterprises in the context of COVID-19 pandemic', *Quality – Access to Success*, 25(1), pp. 88–97.

- Manurung, A.H. (2012), 'Struktur kapital optimal perusahaan manufaktur: Pendekatan matematis', *JCMB Journal*, 1(2), pp. 33–41.
- Manurung, A.H. (2025), *Keuangan Perusahaan: Teori dan Aplikasi*, Edisi terbaru, PT Adler Manurung Press, Jakarta.
- Megginson, W.L. & Netter, J.M. (2001), 'From state to market: A survey of empirical studies on privatization', *Journal of Economic Literature*, 39(2), pp. 321–389.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *American Economic Review*, 48(3), pp. 261–297.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963), 'Corporate income taxes and the cost of capital', *American Economic Review*, 53(3), pp. 433–443.
- Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J. & Altman, D. (2009), 'Preferred reporting items for systematic reviews and meta-analyses (PRISMA)', *BMJ*, 339, pp. b2535.
- Mouton, M. & Pelcher, L. (2023), 'Capital structure and COVID-19: Lessons learned from an emerging market', *Acta Commercii*, 23(1), pp. 1–10.
- Musacchio, A. & Lazzarini, S.G. (2014), *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Myers, S.C. (1984), 'The capital structure puzzle', *Journal of Finance*, 39(3), pp. 575–592.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221.
- Nazarova, V. & Budchenko, A. (2020), 'Capital structure in emerging markets: Evidence from China', *Journal of Corporate Finance Research*, 14(3), pp. 15–32.
- Nguyen, T.N.D., Ha, T.C., Nguyen, M.C., Bui, T.T.L. & Nguyen, T.H.Y. (2023), 'Determinants of financial risk of firms listed on the national stock market: Dynamic panel evidence from Vietnam', *Asian Economic and Financial Review*, 13(11), pp. 875–886. <https://doi.org/10.55493/5002.v13i11.4878>
- Nguyen, V.C. (2020), 'Human capital, capital structure choice and firm profitability in developing countries: An empirical study in Vietnam', *Accounting*, 6(1), pp. 33–52.
- Nikhil, M.N., Shenoy, S.S., Chakraborty, S. & Lithin, B.M. (2024), 'Is the nexus between capital structure and firm performance asymmetric? An emerging market perspective', *Cogent Economics & Finance*, 12(1), pp. 1–18.
- Nga, N.T.V. & Long, G.N. (2021), 'The choice of capital structure: A study on energy industry in a developing country', *Accounting*, 7(3), pp. 45–54.
- North, D. (1990), *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press.
- Prasad, N., Verma, M.K., Tanwar, N. & Kumar, M. (2024), 'Capital structure impact on firm performance: Pharmaceutical sector in India', *Economic Affairs*, 69(2), pp. 221–228.
- Sang, T.M. & Hung, N.T. (2024), 'Exploring the relationship between ESG practices and financial performance of Vietnamese companies', *International Journal of Analysis and Applications*, 23(4), pp. 102–115.
- Scott, W.R. (2001), *Institutions and organizations*, 2nd edn, Sage Publications, Thousand Oaks, CA.
- Sdiq, S.R. & Abdullah, H.A. (2022), 'Examining the effect of agency cost on the capital structure–financial performance nexus: Evidence from an emerging market', *Cogent Economics & Finance*, 10(1), pp. 1–16.
- Shaban, O.S. & Barakat, A. (2023), 'The impact of sustainability reporting on a company's financial performance: Evidence from an emerging market', *Journal of Governance and Regulation*, 12(2), pp. 222–233.
- Shakatreh, M., Mansour, A.M.A. & Alatyat, Z.A. (2022), 'Corporate tax features in Jordan affecting business decisions: Strengthening accountability in emerging economies', *International Journal of Professional Business Review*, 7(4), pp. 77–91.

- Shirley, M.M. & Walsh, P. (2000), 'Public versus private ownership: The current state of the debate', *World Bank Policy Research Working Paper No. 2420*, Washington, DC.
- Siddik, M.N.A., Kabiraj, S. & Joghee, S. (2017), 'Impacts of capital structure on performance of banks in a developing economy: Evidence from Bangladesh', *International Journal of Financial Studies*, 5(2), pp. 1–16.
- Snyder, H. (2019), 'Literature review as a research methodology: An overview and guidelines', *Journal of Business Research*, 104, pp. 333–339.
- Tranfield, D., Denyer, D. & Smart, P. (2003), 'Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review', *British Journal of Management*, 14(3), pp. 207–222.
- Wang, Y. (2014), 'Fiscal constraints and the financing structure of state-owned enterprises in developing countries', *China Economic Review*, 31, pp. 119–136.
- Zafar, Q., Wongsurawat, W. & Camino, D. (2019), 'The determinants of leverage decisions: Evidence from Asian emerging markets', *Cogent Economics & Finance*, 7(1), pp. 1–15.