



Mendefinisikan Ulang Nilai Optimal: Analisis Ontologis atas Integrasi Keberlanjutan dalam Teori Struktur Modal

Widy Muchamad¹; Edi Suryadi², Rasto Rasto³; Arus Reka Prasetya⁴; Gilang Bhirawa Noraga⁵

Universitas Pendidikan Indonesia

widymuchamad@polteksmi.ac.id

Abstrak

Integrasi keberlanjutan dalam teori struktur modal merepresentasikan transformasi paradigmatis fundamental namun belum mendapat kajian sistematis dari perspektif filsafat ilmu. Penelitian ini mengeksplorasi transformasi asumsi ontologis, epistemologis, dan aksiologis yang mendasari konsep nilai optimal dalam teori struktur modal. Menggunakan systematic literature review dengan pedoman PRISMA 2020, lima studi berkualitas tinggi periode 2020-2024 dianalisis dari 189 artikel database Scopus. Temuan mengungkapkan tiga transformasi fundamental. Secara ontologis, nilai optimal bertransformasi dari konstruk unidimensional finansial menjadi konstruk multidimensional dinamis yang mengintegrasikan dimensi finansial, lingkungan, dan sosial. Secara epistemologis, framework keberlanjutan mengubah basis pengetahuan melalui ekspansi informasi melampaui metrik finansial dan pergeseran paradigma menuju penciptaan nilai multi-stakeholder. Secara aksiologis, paradigma integrated value creation mendominasi dengan menolak trade-off dikotomis antara return finansial dan dampak keberlanjutan. Kontribusi teoretis terletak pada integrasi perspektif filsafat ilmu ke dalam manajemen keuangan untuk memahami transformasi paradigmatis. Secara praktis, temuan memberikan implikasi bagi perusahaan, investor, dan pembuat kebijakan dalam mengadopsi pendekatan nilai terintegrasi. Penelitian masa depan perlu mengeksplorasi mekanisme transformasi melalui studi kualitatif dan analisis emerging markets.

Kata kunci: Struktur Modal, Keberlanjutan, ESG, Nilai Optimal, Filsafat Ilmu.

Abstract

The integration of sustainability in capital structure theory represents a fundamental paradigmatic transformation but has not been systematically studied from a philosophical perspective. This research explores the transformation of ontological, epistemological, and axiological assumptions underlying the concept of optimal value in capital structure theory. Using a systematic literature review with the PRISMA 2020 guidelines, five high-quality studies for the period 2020-2024 were analyzed from 189 Scopus database articles. The findings reveal three fundamental transformations. Ontologically, optimal value transforms from a financial one-dimensional construct to a dynamic multidimensional construct that integrates financial, environmental, and social dimensions. Epistemologically, sustainability frameworks transform the knowledge base through the expansion of information

beyond financial metrics and a paradigm shift towards multi-stakeholder value creation. Axiologically, the integrated value creation paradigm dominates by rejecting the dichotomous trade-off between financial returns and sustainability impacts. Theoretical contributions lie in the integration of philosophical perspectives of science into financial management to understand paradigmatic transformations. In practical terms, the findings provide implications for companies, investors, and policymakers in adopting an integrated value approach. Future research needs to explore the mechanisms of transformation through qualitative studies and analysis of emerging markets.

Keywords: Capital Structure, Sustainability, ESG, Optimal Value, Philosophy of Science.

1 Pendahuluan

Teori struktur modal telah berevolusi sejak Modigliani & Miller (1958) mengajukan proposisi irrelevansi struktur modal, dengan konsep sentral "nilai optimal" sebagai komposisi hutang-ekuitas yang memaksimalkan nilai pemegang saham (MYERS, 1984); (Jensen & Meckling, 1976). Transformasi fundamental terjadi dengan pertumbuhan aset investasi bertanggung jawab dari 6,5 triliun dollar AS (2006) menjadi lebih dari 86 triliun dollar AS (2019), mengintegrasikan dimensi Environmental, Social, dan Governance ke dalam keputusan finansial (Liang & Renneboog, 2017). Literatur terkini menunjukkan korelasi positif antara kinerja ESG dan kinerja keuangan (Chen & Xie, 2023); (Friede et al., 2015), dengan perkembangan regulasi seperti EU Taxonomy mengindikasikan bahwa integrasi keberlanjutan telah bertransformasi dari voluntary menjadi increasingly mandated (Liu & Wu, 2023); (Ozili, 2022). Transformasi ini menuntut rekonseptualisasi fundamental tentang "optimal" dalam struktur modal dari perspektif shareholder menuju stakeholder value.

Meskipun literatur ESG-kinerja keuangan mengalami pertumbuhan eksponensial, state of the art menunjukkan kesenjangan fundamental. Mayoritas penelitian berfokus pada korelasi empiris tanpa mengeksplorasi transformasi konseptual pada konstruk teoretis seperti "nilai optimal" (Desai & Patel, 2025). Systematic literature review existing mengorganisir temuan berdasarkan tema empiris tanpa framework filosofis eksplisit (Kumar et al., 2024), gagal menangkap pergeseran paradigmatis pada level ontologis, epistemologis, dan aksiologis. Pendekatan dominan tetap positivistik-fungsionalis, mengukur dampak ESG terhadap metrik finansial tradisional tanpa mempertanyakan validitasnya dalam konteks keberlanjutan (Goel et al., 2022). Pertanyaan fundamental tentang hakikat nilai, konstruksi pengetahuan optimal capital structure, dan sistem nilai dalam trade-off finansial-keberlanjutan belum mendapat perhatian sistematis. Kesenjangan ini signifikan karena tanpa pemahaman filosofis, adopsi praktik keberlanjutan berisiko superficial tanpa transformasi fundamental dalam cara berpikir tentang nilai dan optimisasi.

Novelty penelitian ini terletak pada penggunaan framework filsafat ilmu (ontologi-epistemologi-aksiologi) untuk menganalisis transformasi teoretis dalam struktur modal berkelanjutan, melampaui pendekatan tematik-empiris dominan. Penelitian ini menyediakan sintesis sistematis yang mengorganisir temuan empiris dalam kerangka filosofis koheren, mengungkap "mengapa dan bagaimana" transformasi paradigmatis terjadi pada level asumsi fundamental, bukan sekadar "apa yang terjadi".

Penelitian ini merumuskan tiga research questions menggunakan framework PEO dengan dimensi analisis ontologi-epistemologi-aksiologi: RQ1: Bagaimana integrasi keberlanjutan

mentransformasi asumsi ontologis tentang konsep "nilai optimal" dalam teori struktur modal? RQ2: Bagaimana framework keberlanjutan mengubah basis epistemologis pengambilan keputusan struktur modal dibandingkan paradigma finansial tradisional? RQ3: Paradigma aksiologis mana yang dominan dalam literatur struktur modal berkelanjutan dalam menyelesaikan trade-off antara return finansial dan dampak keberlanjutan? Ketiga research questions ini dirancang untuk secara sistematis membongkar lapisan asumsi filosofis yang mendasari transformasi teoretis.

Penelitian ini memberikan tiga kontribusi utama. Kontribusi teoretis: integrasi perspektif filsafat ilmu ke dalam manajemen keuangan yang didominasi pendekatan positivistik-empiris, menyediakan framework konseptual untuk memahami transformasi paradigmatis yang melampaui dokumentasi korelasi empiris ESG-kinerja keuangan. Kontribusi metodologis: penggunaan systematic literature review dengan framework analisis filosofis eksplisit, menggabungkan rigor PRISMA 2020 dengan kedalaman analisis ontologi-epistemologi-aksiologi, memberikan model untuk integrasi perspektif filosofis dalam review literatur domain aplikatif. Kontribusi praktis: insights bagi praktisi, investor, dan pembuat kebijakan tentang implikasi konseptual integrasi keberlanjutan, membantu stakeholder mengembangkan framework pengambilan keputusan yang koheren dan menginformasikan pengembangan standar sustainable finance.

Penelitian ini menggunakan database Scopus untuk literatur periode 2014-2024 dalam bahasa Inggris pada jurnal peer-reviewed open access, berfokus pada kontribusi teoretis yang dapat digeneralisasi lintas konteks. Keterbatasan terletak pada subjektivitas interpretasi filosofis terhadap literatur yang tidak eksplisit mengadopsi framework ontologi-epistemologi-aksiologi, dimana ekstraksi dan sintesis melibatkan inferensi tentang asumsi filosofis implisit.

2 Kajian Teori

2.1 Teori Struktur Modal

Trade-Off Theory

Trade-off theory (Myers & Majluf, 1984) merupakan teori fundamental yang menjelaskan bahwa perusahaan menentukan struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat dan biaya penggunaan utang. Dalam konteks perbankan, teori ini tradisional memprediksi bahwa bank akan menyeimbangkan tax benefits dari utang terhadap financial distress costs.

Namun demikian, hasil systematic review menunjukkan bahwa integrasi ESG secara fundamental mengubah kalkulasi trade-off tradisional dengan memperkenalkan dimensi tambahan berupa ekspektasi pemangku kepentingan, biaya kepatuhan regulasi, serta pertimbangan reputasi Perusahaan (Mensah et al., 2025). Kerangka trade-off yang terintegrasi dengan ESG mengakui bahwa praktik keberlanjutan tidak hanya berpotensi menurunkan probabilitas financial distress melalui penguatan hubungan dengan pemangku kepentingan, tetapi juga secara simultan meningkatkan nilai perusahaan melalui akses yang lebih baik terhadap sumber pembiayaan berkelanjutan (sustainable finance) (Sohail et al., 2024).

Pecking Order Theory

Teori pecking order menjelaskan adanya hierarki preferensi pembiayaan, yaitu pendanaan internal, diikuti oleh utang, dan terakhir ekuitas, yang didorong oleh adanya information asymmetry dan biaya adverse selection (Wang et al., 2024). Dalam konteks integrasi ESG, teori

ini memerlukan rekonseptualisasi karena pengungkapan ESG dan pelaporan keberlanjutan secara fundamental mengubah lingkungan informasi dengan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan penyedia modal (Hummel & Bauernhofer, 2024). Bank dengan kinerja ESG yang kuat memiliki akses ke pasar utang dengan persyaratan yang lebih menguntungkan, sehingga dalam konteks tertentu berpotensi membalikkan urutan preferensi pembiayaan tradisional (pecking order) (Ozili, 2022). Selain itu, pertumbuhan obligasi hijau (green bonds) dan instrumen pembiayaan berkelanjutan menciptakan jalur pendanaan alternatif yang belum sepenuhnya tercakup dalam kerangka teoritis tradisional (Safi et al., 2023).

Stakeholder Theory

Teori pemangku kepentingan memberikan landasan konseptual yang lebih selaras dengan temuan empiris dengan menekankan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan kepentingan berbagai pemangku kepentingan, tidak terbatas pada pemegang saham semata (Le et al., 2020). Integrasi ESG merepresentasikan operasionalisasi teori pemangku kepentingan dalam konteks struktur modal, di mana keputusan pembiayaan semakin mencerminkan ekspektasi pemangku kepentingan yang lebih luas (Tjahjadi et al., 2024).

Bukti empiris menunjukkan bahwa bank yang secara efektif mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan melalui praktik ESG memperoleh reputasi yang lebih baik, menghadapi tingkat pengawasan regulasi yang lebih rendah, serta memiliki akses yang lebih luas terhadap beragam sumber pendanaan (Mamun et al., 2025)(Sachdeva & Mitra, 2023). Temuan ini sejalan dengan berkembangnya paradigma stakeholder capitalism dan sustainable finance dalam kajian keuangan korporasi kontemporer (Barak & Sharma, 2024).

2.2 Keuangan Berkelanjutan Dan Instrumen Pembiayaan

Obligasi Hijau dan Alternatif Pembiayaan

Pesatnya perkembangan instrumen pembiayaan berkelanjutan, seperti obligasi hijau (green bonds) dan pinjaman berbasis keberlanjutan (sustainability-linked loans), menciptakan alternatif struktur modal baru yang mengintegrasikan pertimbangan lingkungan dan sosial dalam keputusan pembiayaan perusahaan (Flammer, 2021). Instrumen-instrumen ini memiliki karakteristik khusus yang berpotensi mengubah kerangka pecking order tradisional, terutama melalui penyediaan sumber pendanaan dengan biaya yang lebih kompetitif bagi entitas dengan kinerja ESG yang unggul.

Implikasi terhadap Biaya Modal

Kinerja ESG yang superior berkontribusi pada penurunan asimetri informasi antara perusahaan dan penyedia modal, sehingga menurunkan biaya modal dan memperluas pilihan pembiayaan yang tersedia. Investasi dalam kapabilitas ESG terbukti menghasilkan manfaat yang nyata, antara lain berupa penurunan biaya modal, peningkatan akses terhadap pembiayaan berkelanjutan, serta penguatan kepercayaan pemangku kepentingan (Maeenuddin et al., 2023).

2.3 Kerangka Regulasi

Perkembangan Regulasi

Kerangka regulasi semakin mengintegrasikan faktor ESG ke dalam kebijakan prudensial, sehingga menciptakan keterkaitan langsung antara kinerja keberlanjutan dan persyaratan permodalan. Kerangka Basel dan regulasi kecukupan modal memperoleh manfaat dari integrasi risiko ESG dalam penilaian risiko perbankan (Demir & Danisman, 2021).

Urgensi Standardisasi

Heterogenitas pengukuran ESG menegaskan perlunya standardisasi yang mendesak. Otoritas regulasi perlu berkolaborasi secara internasional dalam mengembangkan standar pelaporan ESG yang harmonis guna mengurangi inkonsistensi pengukuran (Shaban & Barakat, 2023).

Kerangka standar tersebut perlu menyeimbangkan antara kelengkapan dan kepraktisan, dengan menyediakan panduan yang jelas mengenai materialitas, metodologi pengukuran, serta persyaratan pengungkapan.

3 Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan Systematic Literature Review (SLR) dengan pedoman PRISMA 2020 untuk mengidentifikasi, mengevaluasi, dan mensintesis bukti empiris dan konseptual terkait transformasi nilai optimal dalam struktur modal di era keberlanjutan. Pendekatan filosofis ontologi-epistemologi-aksiologi digunakan untuk memahami pergeseran paradigma dalam teori keuangan perusahaan.

Pencarian literatur dilakukan pada database Scopus pada November 2024 dengan periode publikasi 2014-2024. String pencarian dikembangkan melalui kombinasi empat blok konsep yang dihubungkan dengan operator Boolean AND, yaitu struktur modal (capital structure, leverage, debt-equity mix, dll), keberlanjutan (sustainability, ESG, CSR, green finance, dll), nilai optimal (firm value, value maximization, stakeholder value, dll), dan dimensi teoretis-filosofis (theory, ontology, epistemology, axiology, paradigm, dll). Pencarian dilakukan pada field Title, Abstract, dan Keywords dengan filter tambahan berupa area subjek Economics dan Business, jenis dokumen artikel jurnal peer-reviewed, bahasa Inggris, open access, kata kunci eksak Capital Structure, dan status publikasi final, menghasilkan 189 dokumen.

Artikel diinklusi jika dipublikasikan 2014-2024, berbahasa Inggris, merupakan artikel jurnal peer-reviewed open access dari area Ekonomi atau Bisnis, membahas struktur modal dan keberlanjutan secara bersamaan, membahas nilai optimal atau nilai perusahaan, memiliki kerangka teoretis atau filosofis yang jelas, serta relevan dengan minimal satu research question. Artikel dieksklusikan jika di luar rentang waktu, bukan artikel jurnal, hanya membahas struktur modal atau keberlanjutan secara terpisah, bersifat purely empirical tanpa diskusi teoretis, atau fokus pada konteks spesifik tanpa kontribusi teoretis yang dapat digeneralisasi.

Proses seleksi dilakukan dalam tiga tahap sesuai PRISMA 2020. Tahap identification menghasilkan 189 rekod dari Scopus. Tahap screening terhadap judul dan abstrak menghasilkan 14 artikel yang lolos, dengan 175 artikel dieksklusikan karena di luar rentang tahun publikasi, tidak membahas aspek keberlanjutan atau ESG, atau tidak memiliki kerangka teoretis memadai. Tahap eligibility melalui pembacaan full-text menghasilkan 5 artikel final, dengan 9 artikel dieksklusikan karena fokus pada konteks spesifik tanpa kontribusi teoretis. Kelima artikel final dinilai menggunakan JBI Critical Appraisal Checklist dan memperoleh rating High (4 artikel) dan Medium (1 artikel), sehingga semua diinklusi dalam sintesis kualitatif.

Ekstraksi data dilakukan secara sistematis untuk menangkap karakteristik studi (penulis, tahun, scope, metodologi) dan aspek teoretis (kerangka teoretis, perspektif filosofis, kontribusi konseptual). Data diekstraksi sesuai tiga research questions mencakup konseptualisasi nilai optimal dan implikasi ontologis, asumsi pengambilan keputusan dan perubahan epistemologis, serta sistem nilai dan paradigma aksiologis dalam trade-off finansial-keberlanjutan. Sintesis data

menggunakan pendekatan narrative synthesis dengan analisis tematik untuk mengidentifikasi pola, konvergensi, dan divergensi dalam transformasi konseptual teori struktur modal.

4 Hasil dan Pembahasan

4.1 Hasil

Proses pencarian literatur pada database Scopus menghasilkan 189 dokumen untuk periode publikasi 2014-2024. Setelah screening judul dan abstrak, 14 artikel lolos untuk dinilai lebih lanjut, sementara 175 artikel dieksklusikan karena berada di luar rentang tahun publikasi, tidak membahas aspek keberlanjutan atau ESG secara substansial, atau tidak memiliki kerangka teoretis yang memadai.

Tahap eligibility dengan pembacaan full-text menghasilkan 5 artikel yang memenuhi seluruh kriteria, sementara 9 artikel dieksklusikan karena fokus pada konteks spesifik tanpa kontribusi teoretis yang dapat digeneralisasi. Kelima artikel tersebut kemudian melalui quality assessment menggunakan JBI Critical Appraisal Checklist, menghasilkan empat artikel dengan rating High dan satu artikel dengan rating Medium. Seluruh lima artikel diinklusi dalam sintesis kualitatif. Diagram alur PRISMA dapat dilihat pada Gambar 1.



Gambar 1: Diagram alur PRISMA

Kelima artikel yang diinklusi dipublikasikan antara tahun 2020 hingga 2024. Distribusi temporal menunjukkan satu artikel pada tahun 2020, dua artikel pada tahun 2021, satu artikel pada tahun 2022, dan satu artikel pada tahun 2024. Cakupan geografis meliputi Eropa (Khan et al., 2024), multi-negara (Zhang & Wellalage, 2022) (Hussain et al., 2020), ekonomi terbesar dunia (de Campos-Rasera et al., 2021) dan perspektif global (Lu & Wang, 2021).

Seluruh lima studi menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik yang bervariasi. Khan et al (2024) menggunakan panel data analysis, Zhang & Wellalage (2022) menerapkan comparative analysis, de Campos-Rasera et al (2021) melakukan cross-country analysis, Lu & Wang (2021) menggunakan global multi-contextual analysis, dan Hussain et al (2020) mengembangkan dynamic regime switching model.

Quality assessment menunjukkan Khan et al (2024) memperoleh skor 8/10 (High), Zhang & Wellalage (2022) 8/10 (High), de Campos-Rasera et al (2021) 7/10 (Medium), Lu & Wang (2021)

9/10 (High), dan Hussain et al (2020) 8/10 (High). Ringkasan karakteristik dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Karakteristik Studi yang Diinklusi

Studi	Tahun	Cakupan Geografis	Metode Penelitian	Quality Rating	Skor
Khan et al.	2024	Eropa	Quantitative data analysis panel	High	8/10
Zhang & Wellalage	2022	Multi-negara	Comparative quantitative analysis	High	8/10
de Campos-Rasera et al.	2021	Ekonomi terbesar dunia	Cross-country quantitative analysis	Medium	7/10
Lu & Wang	2021	Global	Global contextual quantitative analysis multi-	High	9/10
Hussain et al.	2020	Multi-negara	Dynamic switching regime quantitative model	High	8/10

Analisis terhadap kelima studi mengungkapkan pergeseran paradigma fundamental dalam pemahaman tentang nilai optimal. Khan et al (2024) menunjukkan bahwa ESG performance secara signifikan mempengaruhi firm valuation dan capital structure decisions, mengindikasikan ontological shift dari purely financial metrics ke sustainability-integrated metrics. Hubungan positif yang kuat antara ESG scores dan firm value menunjukkan bahwa pasar telah mengakui dimensi keberlanjutan sebagai komponen integral dari nilai perusahaan.

Hussain et al (2020) mendemonstrasikan bahwa environmental reporting mengubah konsepsi tentang target leverage melalui dynamic regime switching model. Temuan ini mengindikasikan bahwa nilai optimal tidak lagi dapat dipahami sebagai single point static equilibrium, melainkan sebagai dynamic construct yang berevolusi seiring perubahan kondisi environmental dan sustainability context. de Campos-Rasera et al (2021) mengungkapkan bidirectional relationship antara capital structure dan CSR performance, menunjukkan bahwa optimisasi nilai memerlukan simultaneous consideration terhadap financial structure dan social responsibility.

Pola konseptual yang muncul menunjukkan transformasi dari traditional view yang mendefinisikan optimal sebagai maximizing financial value, menuju sustainability-integrated view yang memahami optimal sebagai balancing financial value, ESG performance, dan stakeholder impact. Nilai optimal dalam paradigma baru bersifat multidimensional, context-dependent, dan dynamic. Khan et al., (2024) dan Hussain et al., (2020) memberikan kontribusi HIGH terhadap RQ1, de Campos-Rasera et al., (2021) memberikan kontribusi MEDIUM, sementara Zhang & Wellalage (2022) serta Lu & Wang (2021) memberikan kontribusi LOW-MEDIUM.

Sintesis terhadap kelima studi mengungkapkan perubahan fundamental dalam knowledge basis, decision criteria, dan information sources yang digunakan dalam keputusan struktur modal. Lu & Wang (2021) mendemonstrasikan bahwa different institutional contexts create different knowledge bases untuk sustainability decisions, dengan cultural dan legal dimensions memiliki pengaruh signifikan terhadap CSR disclosure dan environmental performance. Integrasi cultural-legal-epistemological yang kuat menunjukkan bahwa framework keberlanjutan memerlukan context-dependent knowledge bases yang lebih kompleks dibandingkan paradigma finansial tradisional.

Zhang & Wellalage (2022) melakukan comparative framework analysis yang menunjukkan bahwa different environmental performance measures yield varying impacts pada financing decisions, mengindikasikan bahwa framework choice matters. Hussain et al (2020) memberikan evidence tentang changed optimization dynamics, menunjukkan bahwa new information sets mengubah decision algorithms yang digunakan perusahaan dalam menyesuaikan struktur modal. Transformasi knowledge basis terlihat dari perbandingan traditional epistemology yang terbatas pada financial metrics dengan sustainability-integrated epistemology yang memperluas knowledge basis untuk mencakup ESG performance indicators, mengubah decision criteria untuk mempertimbangkan stakeholder impact dan environmental footprint, serta memperkaya information sources dengan sustainability reports dan institutional contexts.

Zhang & Wellalage (2022) serta Lu & Wang (2021) memberikan kontribusi HIGH dengan exceptional epistemological frameworks. Khan et al., (2024) dan Hussain et al., (2020) memberikan kontribusi MEDIUM, sementara de Campos-Rasera et al., (2021) memberikan kontribusi LOW-MEDIUM. Konsensus menunjukkan bahwa framework keberlanjutan mengubah basis epistemologis melalui expanding information sets, introducing context-dependent knowledge bases, dan shifting decision paradigms dari purely financial ke multi-stakeholder considerations.

Analisis terhadap kelima studi mengungkapkan evolution dalam cara literatur memposisikan hubungan antara financial returns dan sustainability impact. Khan et al., (2024) mengidentifikasi complementarity paradigm, menunjukkan bahwa ESG improvement leads to firm value enhancement. Sustainability bukan merupakan cost melainkan value-enhancing factor, dan strategic capital structure dapat optimize both financial returns dan ESG outcomes simultaneously.

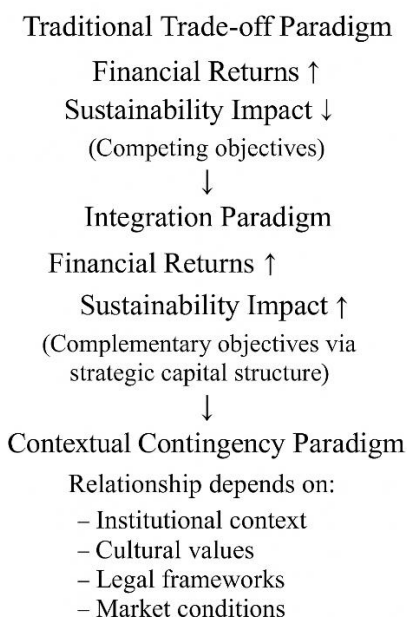
De Campos-Rasera et al., (2021) memberikan perspektif nuanced dengan mengidentifikasi conditional trade-offs atau complementarity yang bergantung pada konteks. Hubungan antara capital structure dan CSR performance bervariasi across countries, mengindikasikan bahwa paradigma nilai yang appropriate dapat berbeda bergantung pada institutional context. Lu & Wang (2021) menunjukkan bahwa paradigma nilai berbeda dapat dominan dalam institutional contexts yang berbeda, dipengaruhi oleh cultural values, legal frameworks, dan institutional norms.

Zhang & Wellalage (2022) memberikan evidence tambahan untuk integration paradigm dengan menunjukkan bahwa environmental performance mempengaruhi financing choices. Hussain et al., (2020) mendukung paradigma ini melalui demonstrasi bahwa environmental reporting integration dapat menciptakan value melalui improved firm valuation dan optimal leverage achievement.

Tiga paradigma aksiologis teridentifikasi: traditional trade-off paradigm (financial returns dan sustainability impact sebagai competing objectives), integration paradigm (complementary objectives yang dapat dioptimalkan simultan), dan contextual contingency paradigm (hubungan bergantung pada konteks institusional). Integration paradigm muncul sebagai paradigma

dominan, dengan empat dari lima studi memberikan evidence bahwa financial returns dan sustainability impact dapat dicapai simultan.

Khan et al., (2024) dan de Campos-Rasera et al., (2021) memberikan kontribusi HIGH, Lu & Wang, (2021) serta Zhang & Wellalage (2022) memberikan kontribusi MEDIUM, dan Hussain et al., (2020) memberikan kontribusi LOW-MEDIUM terhadap RQ3. Konsensus menunjukkan bahwa integration paradigm dominan, namun realisasi komplementaritas bergantung pada konteks institusional, cultural, dan market yang spesifik. Visualisasi evolusi paradigma dapat dilihat pada Gambar 2.



Gambar 2. Evolusi Paradigma Aksiologis dalam Struktur Modal Berkelanjutan

Analisis lintas studi mengungkapkan beberapa pola penting. Dari perspektif metodologis, seluruh studi menggunakan pendekatan kuantitatif dengan panel data analysis sebagai metode utama. Cross-country comparative studies cukup prevalent, mencerminkan pengakuan bahwa institutional context matters. Measurement diversity menjadi karakteristik penting dengan multiple ESG performance proxies, various firm value metrics, dan different capital structure measures, mengindikasikan bahwa standardized measures belum fully established.

Cakupan geografis menunjukkan variasi dengan fokus pada Europe, global multi-country perspectives, dan ekonomi terbesar dunia, namun terdapat limited representation dari individual emerging markets. Temporal trends menunjukkan progression dari foundational work tentang environmental reporting (2020), eksplorasi CSR-capital structure bidirectionality dan institutional context (2021), comparative framework analysis (2022), hingga comprehensive ESG-value integration (2024).

Conceptual convergence muncul sebagai tema penting dengan recognition bahwa sustainability integration transforms fundamental assumptions dalam capital structure theory. Terdapat growing consensus tentang value multidimensionality dan acknowledgment bahwa traditional purely financial paradigm no longer adequate. Theoretical gaps teridentifikasi meliputi limited explicit philosophical framing, insufficient exploration of mechanisms, dan need for deeper axiological analysis.

Emerging themes menunjukkan dynamic nature of optimal value semakin recognized, institutional embeddedness menjadi penting, dan stakeholder complexity recognition meningkat.

Future research directions meliputi deeper ontological analysis, expansion of epistemological inquiry, comprehensive axiological frameworks, attention pada emerging markets contexts, dan development of integrative theories. Matriks kontribusi studi dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Matriks Kontribusi Studi terhadap Research Questions

Studi	RQ1 (Ontologis)	RQ2 (Epistemologis)	RQ3 (Aksiologis)	Kontribusi Utama
Khan et al. (2024)	HIGH	MEDIUM	HIGH	ESG-value integration; Complementarity paradigm
Zhang & Wellalage (2022)	LOW-MEDIUM	HIGH	MEDIUM	Framework comparative analysis; Epistemological plurality
de Campos-Rasera et al. (2021)	MEDIUM	LOW-MEDIUM	HIGH	Bidirectional relationship; Contextual contingency
Lu & Wang (2021)	LOW-MEDIUM	HIGH	MEDIUM	Institutional context; Cultural-legal-epistemological integration
Hussain et al. (2020)	HIGH	MEDIUM	LOW-MEDIUM	Dynamic value; optimal Regime switching dynamics

Analisis mengungkapkan beberapa keterbatasan penting. Pertama, corpus literatur yang terbatas dengan hanya lima studi mengindikasikan bahwa integrasi eksplisit antara keberlanjutan dan teori struktur modal dengan perspektif filosofis masih merupakan area emerging, membatasi generalizability dari temuan. Kedua, dominasi pendekatan kuantitatif menciptakan gap dalam pemahaman mendalam tentang mekanisme conceptual transformation. Ketiga, measurement heterogeneity membuat direct comparison across studies menjadi challenging. Keempat, limited geographical representation dari individual emerging markets membatasi pemahaman tentang bagaimana sustainability integration berlangsung dalam konteks institusional yang berbeda. Kelima, insufficient philosophical depth dalam mayoritas studi membatasi kemampuan untuk fully understand theoretical implications dari empirical findings.

4.2 Pembahasan

Systematic literature review ini mengungkapkan transformasi fundamental dalam konseptualisasi nilai optimal pada teori struktur modal sebagai konsekuensi dari integrasi keberlanjutan. Analisis terhadap lima studi menunjukkan bahwa integrasi Environmental, Social, dan Governance considerations tidak sekadar menambahkan variabel baru dalam model struktur modal yang ada, melainkan mengubah secara mendasar asumsi-asumsi ontologis, epistemologis, dan aksiologis yang menopang teori tersebut.

Temuan pertama dari review ini adalah bahwa integrasi keberlanjutan mentransformasi nature dari konsep nilai optimal itu sendiri. Paradigma finansial tradisional mengkonseptualisasikan nilai optimal sebagai konstruk unidimensional yang ekuivalen dengan maksimalisasi shareholder wealth. Namun, bukti empiris menunjukkan bahwa konsepsi ini mengalami transformasi mendasar ketika faktor-faktor keberlanjutan diintegrasikan ke dalam framework pengambilan keputusan.

Khan et al., (2024) memberikan bukti kuat bahwa ESG performance memiliki pengaruh signifikan terhadap firm valuation dan capital structure decisions, mengindikasikan pergeseran ontologis dari pemahaman nilai sebagai purely financial construct menuju sustainability-integrated value construct yang inheren bersifat multidimensional. Hussain et al., (2020) memperkuat argumen ini dengan mendemonstrasikan bahwa environmental reporting mengubah target leverage conception dan menciptakan dynamic regime shifts, menunjukkan bahwa nilai optimal bukan lagi static construct melainkan dynamic equilibrium yang berubah tergantung pada konteks environmental performance perusahaan. De Campos-Rasera et al., (2021) menambahkan dimensi penting dengan mengidentifikasi bidirectional relationship antara capital structure dan CSR performance, mengubah fundamental nature dari optimization problem dalam teori struktur modal dari single-objective ke multi-objective optimization.

Sintesis dari ketiga studi tersebut mengungkapkan pola konseptual yang konsisten dalam transformasi ontologis konsep nilai optimal dari maximizing financial value menuju balancing financial value, ESG performance, dan stakeholder impact. Nilai optimal dalam paradigma baru tidak lagi unidimensional dan static, melainkan multidimensional, context-dependent, dan dynamic.

Dimensi kedua dari transformasi konseptual berkaitan dengan perubahan basis epistemologis dalam pengambilan keputusan struktur modal. Paradigma finansial tradisional berlandaskan pada positivist epistemology yang mengasumsikan bahwa keputusan optimal dapat ditentukan melalui kalkulasi objektif berbasis financial metrics. Framework keberlanjutan memperkenalkan kompleksitas epistemologis yang signifikan karena sustainability performance melibatkan dimensi-dimensi yang lebih sulit diukur dan lebih dependent pada stakeholder perceptions dan institutional contexts.

Lu & Wang, (2021) memberikan kontribusi epistemologis yang exceptional dengan mendemonstrasikan bahwa different institutional contexts create different knowledge bases untuk sustainability decisions, menunjukkan bahwa framework keberlanjutan memerlukan context-dependent knowledge bases yang jauh lebih kompleks dibandingkan dengan paradigma finansial tradisional yang cenderung menggunakan universal financial metrics. Zhang & Wellalage (2022) melakukan comparative framework analysis yang menunjukkan bahwa different environmental performance measures yield varying impacts pada financing decisions, mengindikasikan bahwa tidak ada single universal epistemological approach dalam sustainability-integrated capital structure decisions.

Sintesis dari temuan-temuan ini mengungkapkan bahwa sustainability integration mengubah decision-making epistemology dari predominantly positivist approach yang mengasumsikan objective measurability dan universal principles menuju more constructivist approach yang mengakui context-dependency, stakeholder perspectives, dan institutional variations.

Dimensi ketiga berkaitan dengan value systems atau paradigma aksiologis yang mendasari bagaimana trade-off antara financial returns dan sustainability impact dikonseptualisasikan dan diselesaikan. Traditional capital structure theory beroperasi dalam paradigma aksiologis yang jelas di mana shareholder value maximization merupakan ultimate objective. Integrasi keberlanjutan memperkenalkan competing value systems dan memunculkan pertanyaan

fundamental tentang bagaimana trade-offs antara financial dan non-financial objectives seharusnya diselesaikan.

Khan et al., (2024) menemukan strong positive relationship antara ESG scores dan firm value yang mendukung complementarity paradigm di mana sustainability performance dan financial performance saling memperkuat. Namun, de Campos-Rasera et al., (2021) menyajikan gambaran yang lebih nuanced dengan mengidentifikasi variability dalam hubungan antara CSR performance dan capital structure across different institutional contexts, menunjukkan bahwa complementarity versus trade-off bersifat contextual. Hussain et al., (2020) memberikan evidence tentang regime shifts yang mengindikasikan bahwa nature dari trade-offs atau complementarities mungkin berubah over time dan across different environmental performance levels.

Sintesis dari temuan-temuan ini menunjukkan bahwa paradigma aksiologis dalam sustainability-integrated capital structure theory masih dalam tahap development dan belum mencapai theoretical consensus. Evidence yang ada menunjukkan elements dari berbagai paradigma yang berbeda, dari complementarity view hingga contingency view dan dynamic view.

Temuan-temuan dari systematic review ini memiliki beberapa implikasi teoretis yang penting. Pertama, transformasi ontologis yang teridentifikasi menantang fundamental assumptions dari traditional capital structure theories seperti Modigliani-Miller theorem, trade-off theory, dan pecking order theory. Kedua, perubahan epistemologis mengindikasikan kebutuhan untuk developing new theoretical approaches yang dapat handle increased complexity dan context-dependency. Ketiga, ambiguity dalam paradigma aksiologis mengindikasikan bahwa theoretical development dalam area ini masih nascent dan memerlukan substantial further research.

Beberapa keterbatasan penting perlu diakui. Pertama, jumlah studi yang relatif terbatas menunjukkan bahwa diskusi tentang sustainability integration dalam capital structure theory masih dalam early stage development. Kedua, dominasi pendekatan kuantitatif menciptakan gap dalam deep understanding tentang conceptual transformation mechanisms. Ketiga, measurement heterogeneity membuat direct comparisons across studies challenging. Keempat, limited geographical representation membatasi understanding tentang bagaimana sustainability integration unfolds dalam different institutional contexts. Kelima, insufficient philosophical depth dalam majority dari studi yang diinklusi menjadi important limitation.

Future research perlu fokus pada developing integrated theoretical frameworks yang explicitly incorporate ontological, epistemological, dan axiological dimensions; conducting comparative studies across different institutional contexts; exploring micro-level mechanisms melalui qualitative approaches; dan developing standardized yet nuanced measurement approaches untuk sustainability-integrated capital structure constructs.

5 Kesimpulan

Systematic literature review ini menganalisis transformasi fundamental dalam teori struktur modal akibat integrasi keberlanjutan menggunakan framework ontologi-epistemologi-aksiologi terhadap lima studi berkualitas tinggi periode 2020-2024. Temuan menunjukkan bahwa integrasi keberlanjutan merepresentasikan pergeseran paradigma yang mengubah asumsi mendasar tentang hakikat nilai, basis pengetahuan, dan sistem nilai dalam keputusan struktur modal.

Konsep nilai optimal bertransformasi dari konstruk unidimensional finansial menuju multidimensional yang mengintegrasikan dimensi finansial, lingkungan, dan sosial sebagai konstruk dinamis yang context-dependent (RQ1). Framework keberlanjutan memperkenalkan

knowledge bases yang context-dependent dan menggeser paradigma dari optimisasi finansial murni menuju penciptaan nilai multi-stakeholder (RQ2). Paradigma aksiologis dominan bergeser dari trade-off dikotomis menuju integrated value creation (RQ3).

Kontribusi penelitian adalah pengembangan framework integratif yang menghubungkan filsafat ilmu dengan teori keuangan korporat. Keterbatasan meliputi jumlah studi terbatas, dominasi pendekatan kuantitatif, heterogenitas pengukuran, dan representasi geografis terbatas. Penelitian masa depan perlu mengembangkan studi kualitatif dan mixed-methods, explicit integration framework ontologi-epistemologi-aksiologi, serta ekspansi ke konteks emerging markets dan SMEs.

Review ini mengonfirmasi bahwa integrasi keberlanjutan merepresentasikan perubahan paradigmatis multilevel yang mempengaruhi asumsi ontologis, basis epistemologis, dan framework aksiologis, sehingga pengembangan teori yang mengakomodasi kompleksitas sustainability-integrated capital structure menjadi imperatif untuk navigasi landscape keuangan korporat kontemporer.

Daftar Pustaka

- Barak, M., & Sharma, R. K. (2024). Does intellectual capital impact the financial performance of Indian public sector banks? An empirical analysis using GMM. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1). <https://doi.org/10.1057/s41599-024-02702-5>
- Chen, Z., & Xie, G. (2023). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- 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>
- Demir, E., & Danisman, G. O. (2021). Banking sector reactions to COVID-19: The role of bank-specific factors and government policy responses. *Research in International Business and Finance*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101508>
- Desai, P., & Patel, N. (2025). A systematic review of green finance: Mapping the landscape and identifying future research directions. *Sustainability*, 17(2), 450. <https://doi.org/10.3390/su17020450>
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Goel, S., Kumar, R., & Sharma, R. (2022). ESG and firm performance: A review of empirical studies. *Journal of Business Research*, 145, 885–899. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.03.043>
- Hummel, K., & Bauernhofer, K. (2024). Consequences of sustainability reporting mandates: evidence from the EU taxonomy regulation. *Accounting Forum*, 48(3), 374–400. <https://doi.org/10.1080/01559982.2024.2301854>
- Hussain, H. I., Kot, S., Thaker, H. M. T., & Turner, J. J. (2020). Environmental Reporting and Speed of Adjustment to Target Leverage: Evidence from a Dynamic Regime Switching Model. *Organizacija*, 53(1), 21–35. <https://doi.org/10.2478/orga-2020-0002>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khan, M. A., Hassan, M. K., Maraghini, M. P., Paolo, B., & Valentinuz, G. (2024). Valuation

- effect of ESG and its impact on capital structure: Evidence from Europe. *International Review of Economics and Finance*, 91, 19–35. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.01.002>
- Kumar, S., Pandey, N., & Lim, W. M. (2024). Green finance: A systematic literature review and research agenda. *Journal of Cleaner Production*, 430, 139682. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.139682>
- Le, T. T., Dao, L. P., Do, N. M., Truong, T. H. L., Nguyen, T. T. D., & Tran, C. T. (2020). Determinants of Operational Self-Sustainability of Microfinance Institutions in Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 183–192. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.183>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *Journal of Finance*, 72(2), 853–910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>
- Liu, Y., & Wu, F. (2023). Green financial policy and ESG performance: Evidence from Chinese listed companies. *Finance Research Letters*, 55, 103947. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103947>
- Lu, J., & Wang, J. (2021). Corporate governance, law, culture, environmental performance and CSR disclosure: A global perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101264>
- Maenuddin, u., Hamid, S. A., Fahlevi, M., Nassir, A. M. D., & Hashim, P. M. (2023). Predictors of microfinance sustainability: Empirical evidence from Bangladesh. *Cogent Economics and Finance*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2202964>
- Mamun, M. A. A., Dhar, B. K., Islam, H., Rana, M., Saha, S., Biswas, A. K., & Karim, R. (2025). Enhancing banking performance through regulatory technology: Analyzing cost reduction, sustainability, and profitability in Bangladesh's banking sector. *Sustainable Futures*, 10. <https://doi.org/10.1016/j.sftr.2025.101234>
- Mensah, L., Arhinful, R., Obeng, H. A., & Gyamfi, B. A. (2025). The impact of capital structure on product responsibility and corporate reputation: Evidence from non-financial institutions listed on the London stock exchange. *European Research on Management and Business Economics*, 31(3), 100287. <https://doi.org/10.1016/j.iedeen.2025.100287>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- 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), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ozili, P. K. (2022). Green finance research around the world: a review of literature. *International Journal of Green Economics*, 16(1), 56–75. <https://doi.org/10.1504/IJGE.2022.125554>
- Sachdeva, P., & Mitra, A. (2023). SME and environmental sustenance: Digital marketing in SMEs via data-driven strategies. In K. Mehta & R. Sharma (Eds.), *Sustainability, Green Management, and Performance of SMEs* (pp. 315–332). De Gruyter. <https://doi.org/10.1515/9783111170022-017>
- Safi, A., Chen, Y., Qayyum, A., Wahab, S., & Amin, M. (2023). How does corporate social and environmental responsibility contribute to investment efficiency and performance? Evidence from the financial sector of China. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(2). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2142816>
- Shaban, O. S., & Barakat, A. (2023). THE IMPACT OF SUSTAINABILITY REPORTING ON A COMPANY'S FINANCIAL PERFORMANCE: EVIDENCE FROM THE EMERGING MARKET. *Journal of Governance and Regulation*, 12(4 Special issue), 306–314. <https://doi.org/10.22495/jgrv12i4siart10>
- Sohail, H. M., Haddad, H., Ullah, M., Al-Ramahi, N. M., Haron, N. F., & Alkhazaleh, A. M. K. (2024). Optimizing sustainable high-quality economic development through Green Finance with robust spatial estimation. *Cogent Economics and Finance*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2363466>

- Tjahjadi, B., Soewarno, N., Karima, T. El, & Sutarsa, A. A. P. (2024). Socially friendly business strategy and social sustainability performance: roles of spiritual capital and social management process. *Social Responsibility Journal*, 20(4), 804–824. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2022-0496>
- Wang, R., Wang, M., & Li, X. (2024). A Study of the Empirical Impact of Debt Financing on the Level of Environmental Information Disclosure of Heavily Polluting Enterprises. *Advances in Transdisciplinary Engineering*, 56, 187–199. <https://doi.org/10.3233/ATDE240429>
- Zhang, D., & Wellalage, N. H. (2022). Comparative analysis of environmental performance measures and their impact on firms' financing choices. *Journal of Cleaner Production*, 375. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134176>