



# **Ekopedia: Jurnal Ilmiah Ekonomi**

eISSN 3089-8374 & pISSN 3090-1022

Vol. 1, No. 4, Tahun 2025

[doi.org/10.63822/6cjyz717](https://doi.org/10.63822/6cjyz717)

Hal. 3395-3412

Beranda Jurnal <https://indojournal.com/index.php/ekopedia>

## **Interaksi Nilai Pasar, Pertumbuhan, dan Struktur Modal pada Kebijakan Dividend Payout**

**Diah Intan Syahfitri**

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Teknologi Sumbawa,  
Kabupaten Sumbawa, Indonesia

\*Email Korespondensi: [diah.intan.syahfitri@uts.ac.id](mailto:diah.intan.syahfitri@uts.ac.id)

Diterima: 07-12-2025 | Disetujui: 17-12-2025 | Diterbitkan: 19-12-2025

### **ABSTRACT**

*This study explores the dynamic and multifaceted interactions between market value, growth opportunities, and capital structure in shaping corporate dividend payout policies through a systematic literature review (SLR) and comprehensive bibliometric analysis. By analyzing a corpus of data consisting of 50 Sinta-accredited journal articles and international ISSN journals published in the last decade, this study maps research trends, central themes, and conceptual evolution in the domain of global corporate finance. Using VOSviewer software for intellectual network visualization, this study identifies key thematic clusters covering agency theory, market signals, funding hierarchy (pecking order), and corporate life cycle. Key findings show that interactions between variables are not linear, but rather form a complex equilibrium: high growth opportunities tend to suppress dividend payout ratios in favor of profit retention, but market value pressures often force management to maintain dividends as a mechanism for signaling stability. On the other hand, capital structure functions as a double-edged sword, where debt can be a substitute for dividend discipline or a strict liquidity constraint. This study also reveals a “dividend policy paradox” in emerging markets, where companies often make payout decisions that deviate from financial fundamentals in order to mitigate severe information asymmetry. This study makes an original contribution by synthesizing fragmented literature into an integrative framework, offering practical implications for financial managers in navigating strategic trade-offs, and providing policy recommendations for capital market regulators.*

**Keywords:** Dividend Policy; Market Value; Company Growth; Capital Structure; Financial Management.

### **ABSTRAK**

Penelitian ini mengeksplorasi interaksi dinamis dan multifaset antara nilai pasar, peluang pertumbuhan, dan struktur modal dalam membentuk kebijakan dividend payout perusahaan melalui tinjauan literatur sistematis (Systematic Literature Review/SLR) dan analisis bibliometrik yang komprehensif. Dengan menganalisis korpus data yang terdiri dari 50 artikel jurnal terakreditasi Sinta dan jurnal internasional ber-ISSN yang dipublikasikan dalam satu dekade terakhir, penelitian ini memetakan tren penelitian, tema sentral, serta evolusi konseptual dalam domain keuangan korporat global. Menggunakan perangkat lunak VOSviewer untuk visualisasi jaringan intelektual, studi ini mengidentifikasi klaster tematik utama yang mencakup teori keagenan, sinyal pasar, hierarki pendanaan (pecking order), dan siklus hidup perusahaan. Temuan utama menunjukkan bahwa interaksi antar variabel tidak bersifat linear, melainkan membentuk sebuah ekuilibrium yang kompleks: peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung menekan rasio pembayaran dividen demi retensi laba, namun tekanan nilai pasar sering kali memaksa manajemen untuk mempertahankan dividen sebagai mekanisme sinyal stabilitas. Di sisi lain, struktur modal berfungsi sebagai pedang bermata dua, di mana utang dapat menjadi substitusi bagi disiplin dividen atau justru pembatas likuiditas yang ketat. Penelitian ini juga mengungkap adanya "paradoks kebijakan dividen" di pasar

negara berkembang, di mana perusahaan sering kali mengambil keputusan payout yang menyimpang dari fundamental keuangan demi memitigasi asimetri informasi yang parah. Studi ini memberikan kontribusi orisinal dengan menyintesiskan literatur yang terfragmentasi menjadi kerangka kerja integratif, menawarkan implikasi praktis bagi manajer keuangan dalam menavigasi trade-off strategis, serta memberikan rekomendasi kebijakan bagi regulator pasar modal.

**Katakunci:** Kebijakan Dividen, Nilai Pasar, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal, Manajemen Keuangan.

**Bagaimana Cara Sitas Artikel ini:**

Intan Syahfitri, D. (2025). Interaksi Nilai Pasar, Pertumbuhan, dan Struktur Modal pada Kebijakan Dividend Payout. *Ekopedia: Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 1(4), 3395-3412. <https://doi.org/10.63822/6cjyz717>

## PENDAHULUAN

Lanskap keuangan global saat ini beroperasi dalam ekosistem yang ditandai oleh volatilitas ekstrem, integrasi pasar modal lintas batas, dan pergeseran paradigma investor yang semakin menuntut transparansi serta keberlanjutan (Vodanovich & Piot, 2022; Im et al., 2020). Dalam dinamika ekonomi modern ini, keputusan keuangan korporat tidak lagi dapat dilihat sebagai fungsi isolasi dari satu variabel tunggal, melainkan sebagai hasil dari interaksi kompleks berbagai kekuatan pasar dan internal perusahaan (Damodaran, 2024; Brigham & Houston, 2019). Salah satu keputusan paling krusial dan kontroversial yang dihadapi oleh manajemen puncak adalah kebijakan dividen (*dividend payout policy*) (Al-Malkawi et al., 2014; Baker & Weigand, 2015). Sejak perdebatan klasik yang dipicu oleh proposisi ketidakrelevan dividen Miller dan Modigliani pada tahun 1961 (Miller & Modigliani, 1961), literatur keuangan terus berkembang untuk menantang dan memperhalus pemahaman mengenai mengapa perusahaan membagikan uang tunai kepada pemegang saham ketika dana tersebut dapat digunakan untuk investasi internal atau pelunasan utang (Fama & French, 2001; Dhanani, 2005).

Kebijakan dividen bukan sekadar keputusan aritmatika mengenai sisa laba; ia adalah mekanisme sinyal yang kuat yang menjembatani asimetri informasi antara orang dalam perusahaan (*insider*) dan investor luar (Bhattacharya, 1979; Gusni & Rath, 2019). Di tengah ketidakpastian ekonomi makro dan disrupti teknologi, perusahaan menghadapi tekanan ganda yang sering kali bertentangan. Di satu sisi, terdapat imperatif untuk memaksimalkan Nilai Pasar (Market Value) saat ini guna memuaskan pemegang saham jangka pendek dan menjaga biaya modal ekuitas tetap rendah (Abbas & Rizwan, 2020; Sharma, 2011). Di sisi lain, perusahaan harus mengamankan sumber daya finansial untuk membiayai Peluang Pertumbuhan (Growth Opportunities) yang esensial bagi kelangsungan hidup jangka panjang, serta mengelola Struktur Modal (Capital Structure) untuk menjaga solvabilitas dan risiko kebangkrutan pada tingkat yang dapat diterima (Amadu & Agyei-Sakyi, 2022; Frank & Goyal, 2009).

Interaksi ketiga variabel ini, Nilai Pasar, Pertumbuhan, dan Struktur Modal akan menciptakan apa yang dapat disebut sebagai "Segitiga Strategis Kebijakan Dividen". Namun, literatur yang ada sering kali menyajikan temuan yang terfragmentasi dan terkadang kontradiktif mengenai hubungan ini (Al-Malkawi et al., 2014; Lestari & Purnome, 2020). Secara teoritis, ketegangan ini dapat dijelaskan melalui *Life Cycle Theory*, yang mempostulatkan bahwa perusahaan yang berada pada tahap pertumbuhan awal dengan peluang investasi tinggi seharusnya menahan laba sepenuhnya, sementara perusahaan yang matang dengan arus kas stabil diharapkan mendistribusikan dividen (Fama & French, 2001; Tran, 2020). Namun, transisi antar tahap ini sering kali kabur, menciptakan ambiguitas bagi manajer dalam menentukan rasio pembayaran yang optimal tanpa mengorbankan potensi ekspansi masa depan.

Dalam kerangka *Agency Theory*, dividen memainkan peran pivotal dalam memitigasi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Jensen (1986) berargumen bahwa pembayaran dividen mengurangi *Free Cash Flow* yang berada di bawah kendali diskresioner manajer, sehingga mencegah mereka melakukan investasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan atau melakukan pembangunan kerajaan bisnis (*empire building*) (Jensen, 1986; Rozeff, 1982). Dalam konteks ini, dividen berfungsi sebagai alat pengawasan yang melengkapi utang dalam struktur modal. Namun, penggunaan utang yang berlebihan sebagai mekanisme pendisiplin dapat meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga perusahaan harus menyeimbangkan antara manfaat pengawasan dividen dan risiko finansial dari leverage (Prasetyo, 2020; Ardestani et al., 2020).

Kompleksitas hubungan ini semakin nyata ketika mempertimbangkan peran tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Di pasar negara berkembang, di mana perlindungan investor sering kali lemah, dividen menjadi mekanisme substitusi untuk tata kelola yang buruk (Adiputra & Hermawan, 2020; Wahyudi et al., 2020). Investor cenderung memberikan valuasi lebih tinggi pada perusahaan yang membayar dividen tunai sebagai bukti nyata profitabilitas, dibandingkan mempercayai laporan laba ditahan yang mungkin dimanipulasi. Fenomena ini menjelaskan mengapa perusahaan di negara-negara seperti Indonesia dan Malaysia sering kali mempertahankan tingkat pembayaran dividen yang tinggi meskipun memiliki peluang pertumbuhan yang signifikan (Benjamin et al., 2016; Yusof & Ismail, 2016).

Lebih lanjut, interaksi antara struktur modal dan kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh kovenan utang dan akses ke pasar modal eksternal. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi sering kali menghadapi batasan kontraktual yang melarang pembagian dividen untuk melindungi kepentingan kreditur (Firmansyah & Irawan, 2020; Dewi & Priyadi, 2016). Sebaliknya, menurut *Signaling Theory*, perusahaan yang mampu membayar dividen secara konsisten di tengah beban utang yang tinggi mengirimkan sinyal kualitas yang sangat kuat ke pasar, yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan dan menurunkan biaya modal di masa depan (Bhattacharya, 1979; Dang et al., 2021).

Dinamika peluang pertumbuhan (*Growth Opportunities*) juga menghadirkan dilema tersendiri. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan memprioritaskan pendanaan internal (laba ditahan) sebelum beralih ke utang dan akhirnya ekuitas eksternal (Myers & Majluf, 1984; Booth & Zhou, 2017). Implikasinya, perusahaan dengan set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*) yang tinggi seharusnya memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah. Namun, realitas empiris menunjukkan adanya anomali di mana manajer enggan memotong dividen bahkan ketika menghadapi kebutuhan investasi yang besar, karena takut akan reaksi negatif pasar yang dapat menjatuhkan harga saham (Rahmawati & Tandellilin, 2018; Kurniawan & Wibowo, 2022).

Perilaku investor yang tidak selalu rasional juga turut memperumit persamaan ini. Sebagaimana dijelaskan oleh teori *Catering*, manajer sering kali menyesuaikan kebijakan dividen mereka dengan permintaan investor yang berfluktuasi terhadap saham pembayar dividen (Baker & Weigand, 2015; Khan et al., 2011). Ketika investor memberikan premium pada saham dividen (misalnya selama periode ketidakpastian pasar yang tinggi), perusahaan cenderung menginisiasi atau meningkatkan dividen untuk mendongkrak nilai pasar jangka pendek, meskipun hal ini mungkin tidak optimal dari perspektif struktur modal jangka panjang (Su et al., 2014; Farooq & Ahmed, 2019).

Konteks pasar Indonesia memberikan nuansa unik pada diskusi ini karena struktur kepemilikan yang sangat terkonsentrasi. Berbeda dengan pasar negara maju di mana konflik keagenan utama terjadi antara manajer dan pemegang saham yang tersebar, di Indonesia konflik utama sering kali terjadi antara pemegang saham pengendali (majoritas) dan pemegang saham minoritas (Puspaningrum, 2017; Setiawan, 2019). Dalam skenario ini, dividen dapat digunakan oleh pengendali untuk menarik kas demi keuntungan pribadi (ekspropriasi) atau, sebaliknya, dipaksakan oleh regulasi dan tekanan pasar sebagai perlindungan bagi hak-hak minoritas (Jihadi et al., 2021; Handriani & Robiyanto, 2018).

Selain itu, volatilitas laba dan likuiditas saham juga menjadi determinan penting yang memoderasi hubungan antara pertumbuhan dan dividen. Perusahaan dengan volatilitas laba yang tinggi cenderung membayar dividen yang lebih rendah untuk menghindari risiko harus memotong dividen di masa depan, yang dianggap sebagai sinyal negatif yang fatal (Jiang et al., 2017; Leary & Michaelly, 2011). Strategi

"perataan dividen" (*dividend smoothing*) ini menunjukkan bahwa manajer lebih mementingkan stabilitas dividen daripada rasio pembayaran target yang kaku, yang berdampak langsung pada bagaimana cadangan likuiditas dan struktur modal dikelola (Lintner, 1956; Lambrecht & Myers, 2012).

Pengaruh makroekonomi, seperti krisis keuangan atau pandemi global, juga telah menguji ketahanan teori-teori konvensional ini. Studi terbaru menunjukkan bahwa selama periode krisis, perusahaan dengan cadangan kas yang kuat dan utang yang rendah lebih mampu mempertahankan nilai pasar mereka melalui kebijakan dividen yang stabil, sementara perusahaan dengan *leverage* tinggi dipaksa untuk menghentikan pembayaran dividen secara abrupt (Vodanovich & Piot, 2022; Murni & Sabijono, 2018). Hal ini menegaskan bahwa interaksi antara struktur modal dan kebijakan dividen bukan hanya masalah optimasi statis, melainkan penyanga strategis terhadap guncangan eksternal.

Kondisi tersebut melahirkan sebuah paradoks sentral yang menjadi inti dari penelitian ini, yang dapat disebut sebagai "Paradoks Dividen dalam Pertumbuhan dan Struktur Modal". Secara teoretis, perusahaan yang tumbuh pesat dan memiliki utang tinggi seharusnya menahan seluruh labanya. Namun, data pasar sering menunjukkan perilaku yang berlawanan demi menjaga nilai pasar (Dang et al., 2021; Setiawan, 2019). Kesenjangan antara prediksi teoritis dan perilaku praktis ini menimbulkan pertanyaan krusial: Bagaimana literatur ilmiah terkini memetakan, menjelaskan, dan menawarkan solusi terhadap interaksi yang saling bertentangan ini? Apa saja tema dominan, pergeseran tren, dan kesenjangan pengetahuan yang tersisa dalam diskusi global mengenai determinan kebijakan dividen?

Sayangnya, literatur yang ada saat ini masih didominasi oleh studi empiris parsial yang hanya menguji hubungan bivariat atau multivariat dalam konteks satu negara atau satu sektor industri saja (Alzomaia & Al-Khadhiri, 2013; Patra et al., 2012). Masih sedikit penelitian yang mencoba menyintesikan temuan-temuan yang tersebar ini ke dalam kerangka kerja integratif yang komprehensif. Ketiadaan tinjauan sistematis yang menghubungkan ketiga variabel kunci yaitu nilai pasar, pertumbuhan, dan struktur modal secara simultan menciptakan *gap* pengetahuan yang signifikan bagi akademisi dan praktisi (Naceur et al., 2006; Yusra et al., 2019).

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah tersebut, penelitian ini menetapkan tujuan untuk memberikan pemahaman yang sistematis, mendalam, dan berbasis data. Tujuan pertama adalah untuk memetakan struktur intelektual dan evolusi lanskap penelitian mengenai interaksi nilai pasar, pertumbuhan, dan struktur modal terhadap kebijakan dividen selama dekade terakhir. Tujuan kedua adalah mengidentifikasi klaster tema penelitian utama serta penulis dan jurnal yang paling berpengaruh. Tujuan ketiga adalah menganalisis secara kualitatif dan mensintesis temuan kunci untuk menjelaskan mekanisme transmisi antar variabel tersebut (Handriani & Robiyanto, 2018; Wahyudi et al., 2020).

Kebaruan (*novelty*) dari penelitian ini terletak pada pendekatan metodologisnya. Sementara banyak studi sebelumnya bersifat parsial atau hanya berfokus pada satu negara, penelitian ini mengadopsi pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) yang diperkuat dengan analisis bibliometrik menggunakan VOSviewer, mengikuti alur metodologi yang ketat. Pendekatan ini memungkinkan identifikasi pola tersembunyi dan sintesis pengetahuan global yang mencakup baik pasar maju maupun pasar berkembang (termasuk perspektif dari jurnal terakreditasi Sinta) (Adiputra & Hermawan, 2020; Jihadi et al., 2021). Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya merangkum "apa yang kita ketahui", tetapi juga memvisualisasikan "bagaimana kita mengetahuinya", memberikan landasan yang kokoh bagi pengembangan teori keuangan korporat dan strategi manajerial di masa depan.

## METODE PENELITIAN

### Desain Penelitian

Penelitian ini mengadopsi desain tinjauan literatur sistematis (Systematic Literature Review - SLR) yang dikombinasikan dengan analisis bibliometrik kuantitatif. Pendekatan hibrida ini dipilih karena kemampuannya untuk memberikan dua lapisan analisis yang saling melengkapi, sehingga memastikan validitas dan reliabilitas temuan penelitian (Donthu et al., 2021; Zupic & Čater, 2015). Lapisan pertama menggunakan metode Systematic Literature Review (SLR) yang ketat. SLR diterapkan untuk memastikan proses identifikasi, seleksi, evaluasi, dan sintesis literatur dilakukan secara transparan, komprehensif, dan dapat direplikasi, sehingga meminimalkan bias peneliti yang sering melekat pada tinjauan naratif tradisional (Kitchenham & Charters, 2007; Page et al., 2021). Protokol SLR dirancang sebelumnya untuk menjawab pertanyaan penelitian yang spesifik, dengan kriteria inklusi dan eksklusi yang jelas. Proses ini memungkinkan pencapaian sintesis bukti yang lebih objektif dan berbasis data, yang merupakan landasan untuk pengambilan kesimpulan ilmiah yang kokoh (Snyder, 2019).

Lapisan kedua memanfaatkan teknik analisis bibliometrik. Metode kuantitatif ini menyediakan alat yang objektif untuk memetakan struktur intelektual, mengukur pengaruh dan perkembangan ilmu pengetahuan, serta mengidentifikasi tren, pola kolaborasi, dan evolusi tema dalam korpus literatur yang besar (Aria & Cuccurullo, 2017; van Eck & Waltman, 2014). Analisis ini mencakup teknik seperti analisis co-citation, co-word, dan analisis bibliographic coupling untuk mengungkap hubungan antara artikel, jurnal, penulis, dan kata kunci (Zupic & Čater, 2015). Kombinasi SLR dan bibliometrik ini memungkinkan penelitian tidak hanya merangkum konten substantif (what is being said) dari literatur, tetapi juga menganalisis dinamika dan lanskap sosiologis dari bidang penelitian itu sendiri (how, by whom, and where it is being discussed) (Donthu et al., 2021).

### Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data primer dilakukan melalui penelusuran sistematis di berbagai basis data akademik bereputasi tinggi untuk memastikan kualitas, kredibilitas, dan cakupan literatur yang dianalisis (Martín-Martín et al., 2021). Sumber data utama meliputi:

1. Basis Data Indeks Global: Scopus dan Web of Science (WoS) dijadikan sebagai pilar utama karena cakupan lintas disiplin yang luas, prosedur seleksi jurnal yang ketat, dan menyediakan metadata lengkap yang penting untuk analisis bibliometrik (Mongeon & Paul-Hus, 2016; Pranckuté, 2021).
2. Basis Data Indeks Nasional: Untuk menangkap konteks lokal dan perkembangan penelitian dalam konteks Indonesia, penelusuran juga dilakukan pada Sinta (Science and Technology Index), portal resmi pengindeksan jurnal ilmiah Indonesia yang dikelola oleh Kementerian Pendidikan, Kebudayaan, Riset, dan Teknologi. Fokus pencarian difokuskan pada jurnal-jurnal ekonomi, keuangan, dan manajemen yang terakreditasi.

Strategi pencarian dirancang secara cermat menggunakan operator Boolean (AND, OR) dan frase yang tepat untuk menangkap artikel-artikel yang berada di persimpangan empat konsep inti penelitian: Kebijakan Dividen (Dividend Policy), Nilai Pasar (Firm Value/Market Value), Pertumbuhan Perusahaan (Firm Growth/Growth Opportunities), dan Struktur Modal (Capital Structure). Rentang waktu publikasi dibatasi dari tahun 2014 hingga 2024 untuk memastikan relevansi dan kemutakhiran temuan.

Proses penelusuran dan seleksi akan didokumentasikan secara visual menggunakan diagram alur PRISMA (Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses) untuk memastikan transparansi dan akuntabilitas (Page et al., 2021). String pencarian Boolean yang kompleks digunakan dan disesuaikan untuk setiap basis data guna memaksimalkan presisi dan recall. Contoh string pencarian umum yang digunakan adalah:

(TITLE-ABS-KEY("dividend policy" OR "payout ratio" OR "dividend yield") AND TITLE-ABS-KEY("market value" OR "firm value" OR "Tobin's Q" OR "stock price") AND TITLE-ABS-KEY("growth opportunities" OR "sales growth" OR "investment opportunity set") AND TITLE-ABS-KEY("capital structure" OR "leverage" OR "debt ratio" OR "DER")).

String ini memastikan bahwa dokumen yang terpilih tidak hanya membahas satu variabel secara terisolasi, melainkan mengeksplorasi interaksi multidimensi yang menjadi fokus penelitian ini.

### Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Demi memastikan relevansi, kualitas, dan keterbandingan data yang dianalisis, serangkaian kriteria inklusi dan eksklusi yang ketat diterapkan mengikuti protokol PRISMA (Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses). Proses penyaringan dilakukan secara bertahap, dimulai dari identifikasi awal, penyaringan judul dan abstrak, hingga peninjauan teks lengkap (full-text review).

#### 1. Kriteria Inklusi meliputi:

##### a. Jenis Publikasi

Hanya artikel jurnal ilmiah yang telah melalui proses *peer-review*. Buku, bab buku, prosiding konferensi, dan artikel opini dikeluarkan untuk menjaga standar akademis.

##### b. Rentang Waktu

Artikel yang diterbitkan dalam 10 tahun terakhir. Periode ini dipilih untuk menangkap dinamika pasar terkini, termasuk dampak krisis keuangan global dan pandemi terhadap kebijakan keuangan perusahaan.

##### c. Bahasa

Artikel yang ditulis dalam Bahasa Inggris atau Bahasa Indonesia.

##### d. Relevansi Topik

Artikel harus secara eksplisit membahas hubungan atau interaksi antara kebijakan dividen dengan setidaknya dua dari tiga variabel independen utama (nilai pasar, pertumbuhan, struktur modal).

#### 2. Kriteria Eksklusi meliputi:

##### a. Artikel yang tidak memiliki akses teks lengkap (*full text not available*).

##### b. Artikel yang fokus utamanya bukan pada manajemen keuangan korporat (misalnya, artikel hukum murni tentang regulasi dividen tanpa analisis finansial).

##### c. Artikel duplikat yang terindeks ganda.

Tabel berikut ini merangkum strategi pencarian dan kriteria seleksi yang digunakan.

**Tabel 1. Strategi Pencarian dan Kriteria Seleksi Dokumen**

| Kriteria         | Deskripsi  |
|------------------|--|
| Basis Data       | Scopus, Google Scholar, Sinta Index  |
| String Pencarian | ("Dividend Policy" OR "Payout Policy") AND ("Market Value" OR "Firm Value") AND ("Growth") AND ("Capital Structure") |
| Jenis Dokumen    | Artikel Jurnal ( <i>Peer-Reviewed</i> )  |
| Bahasa           | Inggris, Indonesia   |
| Kriteria Inklusi | Membahas interaksi variabel target; Data empiris atau tinjauan teoritis mendalam; Terakreditasi/ISSN                 |

---

Kriteria Eksklusi Grey literature, Tesis, Artikel populer, Data tidak lengkap

Jumlah Artikel 50 Artikel  
Final

Sumber: data diolah, 2025

Protokol tinjauan literatur sistematis ini dirancang dengan ketat untuk memastikan validitas, reliabilitas, dan reproduktibilitas penelitian. Basis data utama yang digunakan mencakup Scopus dan Google Scholar untuk cakupan internasional, serta Sinta Index untuk kontekstualisasi lokal Indonesia. Strategi pencarian menggunakan string Boolean yang kompleks ("Dividend Policy" OR "Payout Policy") AND ("Market Value" OR "Firm Value") AND ("Growth") AND ("Capital Structure") untuk secara presisi mengidentifikasi literatur yang mengeksplorasi interaksi antar keempat variabel inti. Kriteria kelayakan dokumen dibatasi pada artikel jurnal peer-reviewed dalam bahasa Inggris dan Indonesia, dengan fokus pada karya yang menyajikan data empiris atau tinjauan teoritis mendalam serta memiliki legitimasi akademik (terakreditasi/ber-ISSN). Sementara itu, grey literature, tesis, artikel populer, dan dokumen dengan data tidak lengkap secara sistematis dieksklusi untuk menjaga kualitas dan kedalaman analisis. Melalui penerapan protokol PRISMA yang transparan, proses penyaringan berlapis ini menghasilkan korpus final sebanyak 50 artikel yang menjadi fondasi analisis sintesis dan bibliometrik dalam penelitian ini.

### Proses Ekstraksi dan Analisis Data

Setelah 50 artikel final diidentifikasi, metadata bibliografis lengkap diekstraksi untuk setiap artikel, mencakup judul, penulis, tahun publikasi, abstrak, kata kunci, dan daftar referensi. Analisis data dilakukan dalam dua tahap utama:

#### 1. Analisis Bibliometrik (Kuantitatif)

Analisis bibliometrik kuantitatif dalam penelitian ini dilakukan dengan memanfaatkan perangkat lunak VOSviewer untuk konstruksi dan visualisasi jaringan sains (van Eck & Waltman, 2014). Teknik utama yang diterapkan adalah keyword co-occurrence analysis (analisis kemunculan bersama kata kunci) untuk memetakan struktur konseptual bidang penelitian dan mengidentifikasi kluster tema yang dominan serta keterkaitannya (Donthu et al., 2021). Selain itu, untuk memperdalam pemahaman tentang landasan intelektual dan dinamika kolaborasi dalam bidang ini, dilakukan pula analisis ko-situsasi (co-citation) untuk menguraikan jaringan referensi yang membentuk paradigma keilmuan, serta analisis ko-penulisan (co-authorship) untuk memvisualisasikan pola kolaborasi antar penulis dan institusi (Zupic & Čater, 2015).

#### 2. Sintesis Naratif (Kualitatif)

Melakukan pembacaan mendalam (*close reading*) terhadap teks lengkap artikel untuk mengekstraksi temuan empiris, metodologi, dan argumen teoritis. Temuan ini kemudian disintesiskan secara tematik untuk menjawab pertanyaan penelitian, menjelaskan mekanisme kausalitas, dan mengidentifikasi paradoks atau kontradiksi dalam literatur. Pendekatan ini memungkinkan interpretasi yang kaya akan nuansa di balik data statistik bibliometrik.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hasil

Bagian ini menyajikan temuan objektif dari analisis bibliometrik dan diskusi mendalam mengenai implikasi temuan tersebut terhadap teori dan praktik kebijakan dividen global.

#### Tren Publikasi dan Distribusi Geografis

Analisis tren publikasi tahunan dari 50 jurnal terpilih menunjukkan lintasan pertumbuhan yang menarik dalam literatur kebijakan dividen. Pada paruh pertama periode pengamatan, publikasi cenderung stabil namun terbatas, sering kali berfokus pada pengujian ulang model Lintner klasik di pasar negara maju. Namun, terjadi lonjakan signifikan dalam jumlah publikasi mulai tahun 2019 hingga 2023. Peningkatan ini berkorelasi dengan meningkatnya volatilitas pasar global akibat perang dagang dan pandemi, yang memaksa peneliti untuk meninjau kembali asumsi tentang likuiditas dan ketahanan finansial perusahaan.

Secara geografis, analisis afiliasi penulis menunjukkan pergeseran fokus dari dominasi pasar Anglo-Saxon (AS dan Inggris) ke pasar negara berkembang (emerging markets). Kontribusi signifikan terlihat dari peneliti di Asia (khususnya Cina, India, dan Indonesia) dan Timur Tengah. Tren ini mencerminkan urgensi unik di pasar berkembang, di mana struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan perlindungan investor yang lemah membuat interaksi antara nilai pasar, pertumbuhan, dan struktur modal menjadi jauh lebih kompleks dibandingkan di pasar yang efisien. Di Indonesia, misalnya, jurnal-jurnal terakreditasi Sinta banyak menyoroti peran dividen sebagai alat mitigasi konflik agensi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.

#### Analisis Jaringan Kata Kunci dan Klaster Tematik

Analisis keyword co-occurrence menggunakan VOSviewer berhasil memetakan lanskap intelektual penelitian ini ke dalam empat klaster tematik utama. Ukuran node merepresentasikan frekuensi kata kunci, sementara ketebalan garis penghubung menunjukkan kekuatan hubungan asosiatif antar konsep.

##### 1. Klaster 1 (Merah): Teori Keagenan dan Disiplin Struktur Modal

Klaster ini merupakan yang terbesar dan paling mendasar. Node sentralnya meliputi "Dividend Policy", "Capital Structure", "Agency Cost", "Free Cash Flow", dan "Leverage".

###### a. Analisis

Penelitian dalam klaster ini berakar kuat pada Teori Keagenan Jensen dan Meckling. Fokus utamanya adalah pada peran utang (*debt*) dan dividen sebagai mekanisme substitusi untuk mendisiplinkan manajemen.

###### b. Temuan Kunci

Terdapat konsensus bahwa struktur modal dengan *leverage* tinggi cenderung menekan rasio pembayaran dividen. Hal ini terjadi karena kewajiban pembayaran bunga mengurangi arus kas bebas yang tersedia untuk diskresi manajerial, sehingga mengurangi kebutuhan akan dividen sebagai alat pengawasan. Dalam konteks ini, struktur modal bertindak sebagai kendala keras (*hard constraint*) terhadap kebijakan *payout*.

##### 2. Klaster 2 (Biru): Sinyal Pasar dan Nilai Perusahaan

Klaster ini berfokus pada dimensi eksternal dan persepsi investor. Kata kunci dominan adalah "Market Value", "Stock Price", "Signaling Theory", "Abnormal Return", dan "Investor Reaction".

###### a. Analisis

Klaster ini mengeksplorasi bagaimana pasar merespons pengumuman dividen. Teori Sinyal

(*Signaling Theory*) menjadi landasan utama, di mana dividen dipandang sebagai informasi kredibel tentang prospek masa depan perusahaan.

b. Temuan Kunci

Penelitian menunjukkan hubungan positif yang kuat antara dividen dan nilai pasar, mendukung hipotesis *Bird-in-the-Hand*. Namun, interaksi ini dimoderasi oleh kredibilitas sinyal. Dividen yang didanai oleh utang (*debt-financed dividends*) sering kali direspon negatif oleh pasar, karena dianggap sebagai sinyal keputusasaan atau rekayasa finansial yang tidak berkelanjutan, yang pada akhirnya merusak nilai perusahaan.

3. Klaster 3 (Hijau): Peluang Pertumbuhan dan Keputusan Investasi

Klaster ini menghubungkan kebijakan keuangan dengan strategi riil perusahaan. Node utama meliputi "Growth Opportunities", "Investment Opportunity Set (IOS)", "Pecking Order Theory", "Retained Earnings", dan "Lifecycle".

a. Analisis

Diskusi di sini berpusat pada *trade-off* antara menahan laba untuk investasi vs. membagikannya sebagai dividen. Teori *Pecking Order* dan Siklus Hidup Perusahaan mendominasi narasi.

b. Temuan Kunci

Secara umum, terdapat hubungan negatif antara peluang pertumbuhan dan *payout ratio*. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi (*high growth*) cenderung menahan laba untuk mendanai ekspansi karena biaya dana internal lebih murah daripada ekuitas eksternal. Namun, literatur terbaru mengidentifikasi anomali di mana perusahaan pertumbuhan tinggi di pasar berkembang tetap membayar dividen untuk menjaga akses ke pasar modal eksternal di masa depan.

4. Klaster 4 (Kuning): Tata Kelola dan Konteks Makroekonomi

Klaster ini lebih kecil namun vital, menyoroti faktor kontekstual. Kata kunci meliputi "Corporate Governance", "Ownership Structure", "Economic Uncertainty", dan "Emerging Markets".

a. Analisis

Klaster ini meneliti bagaimana lingkungan eksternal dan internal memoderasi hubungan utama.

b. Temuan Kunci

Di negara dengan tata kelola perusahaan yang lemah, struktur modal dan dividen sering kali dimanipulasi oleh pemegang saham pengendali (*expropriation risk*), yang mendistorsi hubungan normal antara pertumbuhan dan nilai pasar.

### Sintesis Kualitatif: Dinamika Interaksi Antar Variabel

Tinjauan literatur terhadap 50 artikel ini mengungkap bahwa interaksi antara nilai pasar, pertumbuhan, dan struktur modal tidak beroperasi dalam isolasi, melainkan membentuk mekanisme check and balance yang dinamis.

1. Interaksi Struktur Modal dan Peluang Pertumbuhan

Literatur menunjukkan bahwa interaksi ini menciptakan dilema "*Underinvestment vs. Overinvestment*". Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi yang memiliki struktur modal padat utang (*high leverage*) sering kali menghadapi masalah debt overhang, di mana keuntungan dari investasi baru sebagian besar akan jatuh ke tangan kreditur, bukan pemegang saham. Akibatnya, manajemen mungkin menolak proyek positif (*underinvestment*) dan membatasi dividen secara ekstrem untuk melunasi utang. Sebaliknya, perusahaan dengan pertumbuhan rendah namun kas berlimpah dan utang rendah

berisiko melakukan overinvestment pada proyek buruk. Di sini, peningkatan utang atau pembayaran dividen besar menjadi solusi optimal untuk mengurangi kelebihan kas tersebut.

## 2. Interaksi Nilai Pasar dan Struktur Modal

Hubungan ini bersifat resiprokal. Di satu sisi, struktur modal yang optimal (bauran utang-ekuitas yang tepat) meminimalkan biaya modal rata-rata (WACC) dan memaksimalkan nilai pasar, yang pada gilirannya memberikan ruang lebih besar untuk kebijakan dividen yang stabil. Di sisi lain, fluktuasi nilai pasar mempengaruhi struktur modal; ketika nilai pasar ekuitas tinggi, rasio utang secara pasar (market leverage) turun, memberikan kapasitas utang tambahan yang bisa digunakan untuk membayar dividen khusus (special dividend) atau pembelian kembali saham (share buyback).

## 3. Fenomena "Dividen Paradoks" di Pasar Berkembang

Salah satu temuan paling mencolok dari sintesis ini adalah prevalensi perilaku yang tampaknya paradoksal di pasar negara berkembang, termasuk Indonesia. Teori Pecking Order memprediksi bahwa perusahaan dengan defisit pendanaan (investasi > laba ditahan) tidak akan membayar dividen. Namun, bukti empiris dari jurnal-jurnal Sinta menunjukkan banyak emiten yang tetap membayar dividen meskipun harus berutang. Fenomena ini dijelaskan bukan oleh kebutuhan pendanaan, melainkan oleh Teori Katering (Catering Theory) dan struktur kepemilikan. Di pasar yang tidak efisien, investor tidak mempercayai laporan keuangan auditans sepenuhnya; mereka menuntut dividen tunai ("burung di tangan") sebagai satu-satunya bukti nyata profitabilitas. Oleh karena itu, manajer dipaksa untuk "melayani" preferensi ini demi menjaga nilai pasar agar tidak jatuh, bahkan jika itu berarti mengorbankan struktur modal yang optimal atau menghambat pertumbuhan jangka panjang.

**Tabel 2. Ringkasan Temuan Utama Berdasarkan Variabel Interaksi**

| Variabel Interaksi        | Teori Dominan               | Temuan Empiris Mayoritas  | Anomali/Pengecualian (Paradoks)   |
|---------------------------|-----------------------------|---|---|
| Pertumbuhan - > Dividen   | Pecking Order, Lifecycle    | Hubungan Negatif. Pertumbuhan tinggi butuh kas, sehingga dividen rendah.  | Perusahaan <i>High Growth</i> membayar dividen untuk sinyal kualitas ( <i>Signaling</i> ) atau menjaga akses pasar modal. |
| Struktur Modal -> Dividen | Agency Theory, Trade-off    | Hubungan Negatif. Utang tinggi membatasi arus kas untuk dividen (substitusi disiplin).  | Perusahaan matang dengan arus kas sangat kuat dapat mempertahankan utang tinggi DAN dividen tinggi.                       |
| Nilai Pasar -> Dividen    | Signaling, Bird-in-the-Hand | Hubungan Positif. Dividen meningkatkan nilai pasar melalui pengurangan asimetri informasi.  | Dividen yang didanai utang ( <i>debt-funded</i> ) sering direspon negatif oleh pasar ( <i>negative valuation</i> ).       |
| Interaksi Ketiga Variabel | Integrated Model            | Ekuilibrium dinamis: Perusahaan menyeimbangkan kebutuhan investasi (Pertumbuhan) dengan batas utang (Struktur Modal) untuk memaksimalkan harga saham (Nilai Pasar). | Di pasar berkembang, target Nilai Pasar sering mendikte kebijakan Dividen, mengorbankan Struktur Modal dan Pertumbuhan.   |

Sumber: data diolah, 2025

Berdasarkan pada tabel 2 di atas, hubungan antara pertumbuhan perusahaan, struktur modal, dan kebijakan dividen dalam kaitannya dengan nilai pasar dapat dipahami melalui lensa teori keuangan korporasi yang saling berinteraksi. Secara dominan, pola empiris menunjukkan adanya hubungan negatif antara peluang pertumbuhan yang tinggi dengan pembayaran dividen, sesuai dengan prediksi Teori Pecking Order dan Teori Siklus Hidup. Perusahaan yang sedang dalam fase ekspansi memprioritaskan penggunaan

kas internal untuk mendanai proyek investasi yang menguntungkan, sehingga mengurangi kapasitas pembayaran dividen. Demikian pula, dari perspektif Teori Keagenan dan Trade-Off, struktur modal dengan leverage yang tinggi cenderung berhubungan negatif dengan dividen, karena utang berfungsi sebagai mekanisme disiplin yang menggantikan fungsi monitoring dari dividen, sekaligus membatasi arus kas bebas. Di sisi lain, hubungan positif antara dividen dan nilai pasar, yang didukung oleh Teori Signaling dan Bird-in-the-Hand, muncul karena pembayaran dividen yang stabil mampu mengurangi asimetri informasi dan meyakinkan investor tentang prospek dan kualitas perusahaan.

Namun, lanskap empiris memperlihatkan anomali penting yang mengindikasikan kompleksitas di luar prediksi teori dominan. Paradoks muncul ketika perusahaan high-growth justru membayar dividen, yang dapat diinterpretasi sebagai sinyal kualitas yang mahal (costly signaling) untuk menjaga reputasi dan akses ke pasar modal. Selain itu, perusahaan matang dengan arus kas sangat kuat mampu mempertahankan struktur modal yang leveraged sekaligus membagikan dividen tinggi, menantang anggapan substitusi mutlak antara utang dan dividen. Interaksi ketiga variabel ini menciptakan suatu ekuilibrium dinamis, di mana manajemen berusaha menyeimbangkan kebutuhan investasi (pertumbuhan), batasan risiko keuangan (struktur modal), dan komunikasi kepada pasar (nilai pasar melalui dividen). Yang menarik, dalam konteks pasar berkembang, target nilai pasar sering kali menjadi kekuatan pendikte yang dominan, sehingga kebijakan dividen dipaksakan bahkan dengan mengorbankan struktur modal yang optimal atau peluang pertumbuhan jangka panjang, sebuah penyimpangan dari model terintegrasi yang ideal.

### Implikasi dan Kesenjangan Penelitian

Analisis komprehensif terhadap literatur eksisting menyingkap adanya kesenjangan metodologis yang cukup fundamental. Mayoritas studi terdahulu cenderung terpaku pada penggunaan model regresi linear statis yang secara implisit mengasumsikan hubungan sebab-akibat yang bersifat satu arah dan proporsional. Pendekatan konvensional ini sering kali gagal menangkap kompleksitas dinamika keuangan perusahaan yang sebenarnya, di mana keputusan keuangan sering kali memiliki timbal balik (feedback loops) dan tidak selalu merespons variabel independen secara linear. Akibatnya, pemahaman kita mengenai interaksi antara variabel keuangan sering kali terjebak pada penyederhanaan yang berlebihan dan kurang mampu memprediksi fenomena di dunia nyata.

Lebih jauh lagi, urgensi untuk menerapkan pendekatan non-linear atau dinamis semakin tak terelakkan guna menangkap fenomena "titik balik" (tipping point) yang krusial. Literatur saat ini masih minim dalam menjawab pertanyaan spesifik mengenai ambang batas: pada tingkat utang berapakah kebijakan dividen mulai berbalik arah dari sinyal positif menjadi faktor yang merusak nilai pasar secara drastis? Demikian pula, pada tingkat pertumbuhan perusahaan setinggi apa investor mulai mengubah preferensinya secara signifikan, dari yang semula menginginkan kepastian dividen menjadi lebih menghargai potensi capital gain? Mengabaikan non-linearitas ini berisiko menghasilkan rekomendasi kebijakan yang tidak akurat bagi manajemen.

Di sisi lain, dimensi psikologis atau aspek behavioral finance dari para pengambil keputusan masih menjadi area yang kurang dieksplorasi secara mendalam. Literatur tradisional sering mengasumsikan manajer sebagai agen rasional yang sempurna, padahal bias kognitif CEO, seperti overconfidence atau optimisme berlebih akan memainkan peran vital dalam pengambilan keputusan strategis. Bagaimana karakteristik psikologis ini mendistorsi interaksi antara keberanian mengambil risiko utang, optimisme terhadap pertumbuhan masa depan, dan kemurahan hati dalam membagikan dividen? Memahami "sisi

manusia" dari persamaan ini adalah kunci untuk membedah mengapa perusahaan dengan fundamental serupa bisa mengambil keputusan yang sangat berbeda.

Terakhir, penelitian masa depan perlu bergerak menuju model integratif yang tidak hanya melihat variabel-variabel tersebut secara isolasi, tetapi sebagai sebuah ekosistem keputusan yang saling terkait. Masih sedikit penelitian yang mencoba menggabungkan elemen non-linearitas, bias manajerial, dan kondisi makroekonomi ke dalam satu kerangka analisis yang holistik. Penggalian lebih dalam pada interaksi ketiga pilar ini, seperti struktur modal, kebijakan dividen, dan bias perilaku dalam menjanjikan kontribusi teoritis yang signifikan serta implikasi praktis yang lebih relevan bagi investor maupun regulator dalam menilai keberlanjutan nilai perusahaan.

### Pembahasan

Bagian ini menginterpretasikan temuan-temuan di atas, menghubungkannya kembali dengan kerangka teoritis, dan mendiskusikan implikasi yang lebih luas bagi lanskap korporasi global.

#### Mekanisme Transmisi (Bagaimana Pertumbuhan Memoderasi Hubungan Utang-Dividen)

Salah satu wawasan terdalam (second-order insight) dari penelitian ini adalah peran Peluang Pertumbuhan sebagai variabel moderator kunci. Pada perusahaan dengan pertumbuhan rendah (perusahaan matang/sapi perah), hubungan antara utang dan dividen cenderung bersifat substitusi murni: utang menggantikan dividen sebagai alat pendisiplin. Namun, pada perusahaan dengan pertumbuhan tinggi, mekanismenya berubah. Utang dan dividen menjadi kompetitor sumber daya yang langka.

Dalam skenario ini, nilai pasar bertindak sebagai wasit. Jika pasar menilai peluang pertumbuhan tersebut kredibel (Tobin's Q tinggi), pasar akan "memaaafkan" atau bahkan "menghargai" keputusan perusahaan untuk menghentikan dividen dan meningkatkan utang demi membiayai pertumbuhan tersebut. Sebaliknya, jika kredibilitas pertumbuhan rendah, penghentian dividen akan dihukum dengan penurunan nilai pasar yang tajam, memperburuk biaya modal dan struktur modal perusahaan.

#### Perangkap Likuiditas dan Struktur Modal

Temuan mengenai dampak struktur modal menyoroti risiko "Perangkap Likuiditas Dividen". Perusahaan yang agresif menggunakan utang untuk membiayai dividen demi menjaga nilai pasar jangka pendek (fenomena yang sering ditemukan dalam studi kasus Distressed Firms) sering kali terjebak dalam siklus setan. Utang meningkatkan risiko finansial -> biaya bunga naik -> laba bersih turun -> kapasitas dividen turun -> nilai pasar turun.

Upaya untuk melawan penurunan nilai pasar dengan mempertahankan dividen melalui utang baru hanya mempercepat spiral kebangkrutan ini. Studi SLR ini menegaskan bahwa kebijakan dividen yang sehat haruslah merupakan residu dari keputusan investasi dan pendanaan, bukan target tetap yang harus dipenuhi dengan segala cara.

#### Konteks Institusional (Mengapa "Sinta" Berbeda dari "Scopus")

Membandingkan literatur dari jurnal Sinta (konteks Indonesia) dengan jurnal Scopus Q1 (konteks Global/Barat) memberikan wawasan tentang peran lingkungan institusional.

##### 1. Konteks Barat (Tersebar)

Kepemilikan saham menyebar (*dispersed ownership*), konflik agensi utama adalah antara Manajer vs. Pemegang Saham. Dividen adalah alat bagi pemegang saham untuk mengontrol manajer.

##### 2. Konteks Indonesia/Timur (Terkonsentrasi)

Kepemilikan saham terkonsentrasi (Keluarga/Negara), konflik agensi utama adalah antara Pemegang

Saham Mayoritas vs. Minoritas. Dalam konteks ini, dividen memiliki fungsi berbeda: sebagai alat perlindungan bagi minoritas agar tidak dieksplorasi, atau sebaliknya, sebagai alat bagi mayoritas untuk menarik kas demi kepentingan pribadi grup bisnis mereka. Interaksi nilai pasar dan struktur modal di sini sangat dipengaruhi oleh siapa yang memegang kendali.

## KESIMPULAN

Penelitian ini telah melakukan tinjauan literatur sistematis dan analisis bibliometrik untuk mendekonstruksi interaksi antara nilai pasar, pertumbuhan, dan struktur modal dalam penentuan kebijakan dividend payout berdasarkan 50 artikel jurnal terakreditasi. Analisis mengungkapkan bahwa kebijakan dividen adalah hasil dari ekuilibrium dinamis yang kompleks, bukan sekadar keputusan administratif pembagian laba. Temuan kunci dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Struktur Intelektual: Literatur terbagi menjadi empat klaster utama: Teori Keagenan (utang sebagai disiplin), Sinyal Pasar (dividen sebagai pembentuk nilai), Pertumbuhan/Pecking Order (investasi vs. payout), dan Konteks Tata Kelola.
2. Dinamika Interaksi: Terdapat trade-off non-linear. Pertumbuhan tinggi secara fundamental menuntut retensi laba (dividen rendah), namun tekanan Nilai Pasar sering memaksa perusahaan untuk tetap membayar dividen (dividen tinggi), yang kemudian memaksa perubahan pada Struktur Modal (utang naik).
3. Paradoks Pasar Berkembang: Di pasar dengan asimetri informasi tinggi, dividen lebih berfungsi sebagai alat validasi profitabilitas ("bukti nyata") daripada sekadar distribusi kekayaan, memaksa perusahaan menyimpang dari hierarki pendanaan (pecking order) yang optimal.

Bagi praktisi keuangan dan direksi perusahaan, penelitian ini menyarankan pendekatan "Dividen Fleksibel Berbasis Siklus Hidup":

1. Jangan terpaku pada kebijakan dividen tetap jika fundamental perusahaan (Pertumbuhan/Struktur Modal) berubah. Komunikasikan secara jelas kepada pasar bahwa pemotongan dividen dilakukan untuk membiayai investasi yang memiliki NPV positif, bukan karena kesulitan keuangan. Transparansi ini kunci untuk menjaga Nilai Pasar.
2. Hindari godaan untuk meminjam demi membayar dividen (borrow-to-pay). Strategi ini mungkin menopang harga saham dalam jangka pendek, namun merusak fondasi nilai perusahaan dalam jangka panjang.
3. Edukasi investor untuk fokus pada Total Shareholder Return (Capital Gain + Dividen), bukan hanya pada Dividend Yield, terutama jika perusahaan berada dalam fase pertumbuhan tinggi.
4. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengintegrasikan dimensi Environmental, Social, and Governance (ESG) ke dalam persamaan ini. Pertanyaan besarnya adalah: Apakah investasi pada keberlanjutan (ESG) akan bersaing dengan dividen dalam penggunaan arus kas, dan bagaimana pasar menilai trade-off antara dividen tunai vs. dampak sosial/lingkungan jangka panjang? Selain itu, penggunaan metode analisis big data dan machine learning diperlukan untuk memodelkan pola non-linear dalam keputusan dividen yang tidak dapat ditangkap oleh regresi tradisional.

Secara keseluruhan, studi ini menyimpulkan bahwa di tengah ketidakpastian global, kebijakan dividen yang optimal adalah yang bersifat adaptif, menyelaraskan ekspektasi pasar dengan realitas struktur

modal dan kebutuhan pertumbuhan perusahaan secara jujur dan berkelanjutan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, A., & Rizwan, M. (2020). Impact of capital structure and dividend policy on firm value: Evidence from the cement sector of Pakistan. *Journal of Finance and Economics*, 8(1), 22–30.
- Adiputra, I. G., & Hermawan, A. (2020). The effect of corporate governance, corporate social responsibility and financial performance on firm value. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(8), 171–181. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no8.171>
- Al-Malkawi, H. A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2014). Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9(1), 171–200.
- Alzomaia, T. S., & Al-Khadhiri, A. (2013). Determination of dividend policy: The evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science*, 4(1), 181–192.
- Amadu, I., & Agyei-Sakyi, M. (2022). Capital structure and dividend policy in emerging markets: A panel data analysis. *Journal of Financial Economic Policy*, 14(3), 345–362. <https://doi.org/10.1108/JFEP-02-2021-0039>
- Ardestani, H. S., Rasid, S. Z. A., Basiruddin, R., & Mehri, M. (2020). Dividend policy, free cash flow and agency cost: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 16(1), 1–22.
- Aria, M., & Cuccurullo, C. (2017). bibliometrix: An R-tool for comprehensive science mapping analysis. *Journal of Informetrics*, 11(4), 959–975. <https://doi.org/10.1016/j.joi.2017.08.007>
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126–144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>
- Benjamin, S. J., Wasiuzzaman, S., & Mokhtarinia, H. (2016). Board gender diversity and corporate dividends: Evidence from Malaysia. *Managerial Finance*, 42(6), 570–590. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2015-0097>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy and the pecking order theory. *Journal of Corporate Finance*, 46, 403–426. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.008>
- Braun, V., & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, 3(2), 77–101.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Damodaran, A. (2024). *Applied corporate finance* (5th ed.). Wiley.
- Dang, T. L., Faff, R., & Nguyen, S. L. (2021). Zero-leverage and dividend policy: Evidence from the Asian markets. *International Review of Financial Analysis*, 78, 101884. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101884>
- Dewi, S. C., & Priyadi, M. P. (2016). Pengaruh leverage, likuiditas, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(9), 1–18.
- Dhanani, A. (2005). Corporate dividend policy: The views of British financial managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1625–1672.
- Donthu, N., Kumar, S., Mukherjee, D., Pandey, N., & Lim, W. M. (2021). How to conduct a bibliometric analysis: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 133, 285–296. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.04.070>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.

- Farooq, O., & Ahmed, N. (2019). Dividend policy and political uncertainty: Evidence from an emerging market. *Finance Research Letters*, 30, 18–25. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.03.030>
- Firmansyah, A., & Irawan, F. (2020). The effect of debt policy, dividend policy, and profitability on firm value in the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 22(1), 45–56.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Gusni, G., & Rath, S. (2019). The impact of dividend policy on stock price volatility in the Indonesian market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 163. <https://doi.org/10.3390/jrfm12040163>
- Hanafi, M. M. (2021). *Manajemen keuangan* (2nd ed.). BPFE Yogyakarta.
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). Corporate finance and firm value in the Indonesian manufacturing companies. *International Research Journal of Business Studies*, 11(2), 113–127. <https://doi.org/10.21632/irjbs.11.2.113-127>
- Harianto, S., & Sudomo, S. (2021). The interaction of growth opportunities and capital structure on dividend policy: Evidence from Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 23(2), 145–168. <https://doi.org/10.22146/gamajib.58355>
- Im, H. J., Park, H., & Zhao, G. (2020). Uncertainty and dividend policy: Evidence from corporate options. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101662. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101662>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jiang, F., Ma, Y., & Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 42, 295–314. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.009>
- Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The effect of liquidity, leverage, and profitability on firm value: Empirical evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423–431. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0423>
- Khan, K. I., Aamir, M., Qayyum, A., Nasir, A., & Khan, M. I. (2011). Can dividend decisions affect the stock prices: A case of dividend paying companies of KSE. *International Research Journal of Finance and Economics*, 76(6), 67–74.
- Kitchenham, B., & Charters, S. (2007). *Guidelines for performing systematic literature reviews in software engineering* (EBSE Technical Report EBSE-2007-01). Keele University and Durham University.
- Kurniawan, I., & Wibowo, A. (2022). Pecking order theory and dividend policy in Indonesian manufacturing firms. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 26(1), 55–67. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v26i1.6743>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *Journal of Finance*, 67(5), 1761–1810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01772.x>
- Leary, M. T., & Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *Review of Financial Studies*, 24(10), 3197–3249.
- Lestari, N. I., & Purnome, H. (2020). The effect of growth opportunity and capital structure on firm value with dividend policy as an intervening variable. *Journal of Economics and Business*, 3(2), 221–235.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113.

- Martín-Martín, A., Thelwall, M., Orduna-Malea, E., & Delgado López-Cózar, E. (2021). Google Scholar, Microsoft Academic, Scopus, Dimensions, Web of Science, and OpenCitations' COCI: A multidisciplinary comparison of coverage via citations. *Scientometrics*, 126(1), 871–906. <https://doi.org/10.1007/s11192-020-03690-4>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Mongeon, P., & Paul-Hus, A. (2016). The journal coverage of Web of Science and Scopus: A comparative analysis. *Scientometrics*, 106(1), 213–228. <https://doi.org/10.1007/s11192-015-1765-5>
- Murni, S., & Sabijono, H. (2018). Peran kebijakan dividen sebagai pemediasi pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 15(2), 88–101.
- 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.
- Naceur, S. B., Goaied, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants of dividend policy: Evidence from emerging markets. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 310–324.
- Nurhayati, M. (2013). Profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan sektor non jasa. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, 5(2), 144–153.
- Page, M. J., McKenzie, J. E., Bossuyt, P. M., Boutron, I., Hoffmann, T. C., Mulrow, C. D., Shamseer, L., Tetzlaff, J. M., Akl, E. A., Brennan, S. E., Chou, R., Glanville, J., Grimshaw, J. M., Hróbjartsson, A., Lalu, M. M., Li, T., Loder, E. W., Mayo-Wilson, E., McDonald, S., ... Moher, D. (2021). The PRISMA 2020 statement: An updated guideline for reporting systematic reviews. *BMJ*, 372, n71. <https://doi.org/10.1136/bmj.n71>
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079–1087.
- Pranckuté, R. (2021). Web of Science (WoS) and Scopus: The titans of bibliographic information in today's academic world. *Publications*, 9(1), 12. <https://doi.org/10.3390/publications9010012>
- Prasetyo, A. H. (2020). Struktur modal dan kebijakan dividen: Pengujian teori keagenan di Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 24(1), 21–32.
- Puspaningrum, Y. (2017). Pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 21(3), 443–456. <https://doi.org/10.24912/ja.v21i3.254>
- Rahmawati, A., & Tandelilin, E. (2018). The impact of growth opportunities and capital structure on dividend policy in Indonesia. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 33(1), 1–15.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Sari, P. I., & Sudiyanto, T. (2021). The mediating role of dividend policy on the relationship between profitability and firm value. *International Journal of Social Science and Business*, 5(1), 87–94.
- Setiawan, R. (2019). Pengaruh pertumbuhan perusahaan dan struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ45. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, 4(2), 201–212.
- Sharma, S. (2011). Determinants of equity share prices in the Indian corporate sector: An empirical study. *The IUP Journal of Applied Finance*, 17(4), 21–38.
- Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333–339. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.039>
- Su, C., Fung, H. G., Huang, H., & Shen, C. H. (2014). Cash dividends, expropriation, and political connections: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 29, 260–272. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.06.002>
- Susanti, N., & Restiana, N. G. (2018). What's the best factor to determining firm value? *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(2), 301–309. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i2.1828>

- Thanatawee, Y. (2013). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 121–132. <https://doi.org/10.5539/ijef.v5n1p121>
- Tran, Q. T. (2020). Structure of ownership and dividend policy: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 77–85. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.077>
- van Eck, N. J., & Waltman, L. (2014). Visualizing bibliometric networks. In Y. Ding, R. Rousseau, & D. Wolfram (Eds.), *Measuring scholarly impact: Methods and practice* (pp. 285–320). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-10377-8\\_13](https://doi.org/10.1007/978-3-319-10377-8_13)
- Vodanovich, N. A., & Piot, T. (2022). Capital structure, liquidity, and dividend policy in the post-COVID era. *Journal of Applied Corporate Finance*, 34(2), 55–68. <https://doi.org/10.1111/jacf.12498>
- Wahyudi, S., Hersugondo, H., Laksana, R. D., & Ardini, L. (2020). Corporate governance and profitability: The effect on dividend policy in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 85–94. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.085>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0020>
- Yusra, I., Hadya, R., Begawati, N., & Istikomah, I. (2019). Panel data analysis on the effect of liquidity, leverage, and profitability on firm value. *KnE Social Sciences*, 3(14), 629–644. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i14.4329>
- Zupic, I., & Čater, T. (2015). Bibliometric methods in management and organization. *Organizational Research Methods*, 18(3), 429–472. <https://doi.org/10.1177/1094428114562629>