

Integrasi Digital Service Innovation dalam Kebijakan Dividen: Analisis Mediasi Ukuran terhadap Nilai Perusahaan Tobin's Q

Hasti Pramesti Kusnara¹, Herry Achmad Buchory²,
 Rizky Ferari Oktavian³, Siti Wulansari⁴, Ignatius Oki Dewa Brata⁵

^{1,2,3,4,5}Doktor Ilmu Manajemen, Universitas Widyatama, Indonesia

pramesti.hasti@widyatama.ac.id; herry.achmad@widyatama.ac.id; rizky.ferari@widyatama.ac.id;
 siti.wulansari@widyatama.ac.id ; oki.dewa@widyatama.ac.id

Received : Feb' 2026 Revised : Mar' 2026 Accepted : Apr' 2026 Published : Apr' 2026

ABSTRACT

This study investigates the integration of Digital Service Innovation in dividend policy and its impact on firm value, measured by Tobin's Q, with firm size as a mediating variable. Employing Signaling Theory and Agency Theory as the theoretical underpinnings, this research addresses the "Dividend Puzzle" within the context of the digital economy, where investors consider not only payout ratios but also a firm's capacity for digital innovation. Using a sample of 45 digital-sector and banking companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2021 to 2025, the study employs Structural Equation Modeling with Partial Least Squares (SEM-PLS/SmartPLS) to simultaneously test mediation and moderation effects. The operationalization of variables includes the Dividend Payout Ratio (DPR) for dividend policy, the natural logarithm of total assets for firm size, and a digital innovation index derived from annual report disclosures. Results indicate that: (1) dividend policy exerts a significant positive effect on firm value; (2) firm size partially mediates the dividend-firm value relationship; and (3) Digital Service Innovation significantly moderates and strengthens the positive effect of dividend policy on Tobin's Q. These findings contribute empirical evidence to classical financial theory (M-M Theory and Bird-in-the-Hand Theory) by incorporating a technological dimension, and provide practical guidance for digital business managers in aligning dividend policies with digital innovation strategies.

Keywords: Digital Service Innovation; Dividend Policy; Firm Value; SEM-PLS; Tobin's Q.

ABSTRAK

Penelitian ini mengkaji integrasi Inovasi Layanan Digital dalam kebijakan dividen dan dampaknya terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel mediasi. Berlandaskan *Signaling Theory* dan *Agency Theory*, penelitian ini menjawab "Dividend Puzzle" dalam konteks ekonomi digital, di mana investor tidak hanya mempertimbangkan rasio pembayaran dividen, tetapi juga kapasitas inovasi digital perusahaan. Menggunakan sampel 45 perusahaan sektor bisnis digital dan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021-2025, penelitian menggunakan *Structural Equation Modeling* berbasis *Partial Least Squares* (SEM-PLS/SmartPLS) untuk menguji efek mediasi dan moderasi secara simultan. Variabel dioperasionalkan melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR) untuk kebijakan dividen, logaritma natural total aset untuk ukuran perusahaan, dan indeks inovasi digital yang diekstraksi dari laporan tahunan. Hasil penelitian menunjukkan: (1) kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; (2) ukuran perusahaan memediasi secara parsial hubungan dividen-nilai perusahaan; dan (3) *Digital Service Innovation* memoderasi dan memperkuat secara signifikan pengaruh positif kebijakan dividen terhadap Tobin's Q. Temuan ini berkontribusi pada teori keuangan klasik (Teori M-

M dan *Bird-in-the-Hand*) dengan menambahkan dimensi teknologi, sekaligus memberikan panduan praktis bagi manajer bisnis digital dalam menyelaraskan kebijakan dividen dengan strategi inovasi digital.

Kata Kunci: *Digital Service Innovation*; Kebijakan Dividen; Nilai Perusahaan; SEM-PLS; Tobin's Q.

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan keuangan yang paling kompleks dan kontroversial dalam manajemen keuangan perusahaan. Sejak Modigliani dan Miller (1961) mempublikasikan teori dividen *irrelevance*-nya, perdebatan mengenai relevansi kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan terus berlangsung hingga saat ini dan melahirkan apa yang dikenal sebagai "*Dividend Puzzle*" [1]. Di satu sisi, *Signaling Theory* menyatakan bahwa pembayaran dividen mengandung informasi positif tentang prospek masa depan perusahaan yang memungkinkan manajer menyampaikan sinyal kepada investor [2]. Di sisi lain, *Bird-in-the-Hand Theory* yang dikembangkan oleh Gordon dan Lintner berargumen bahwa investor lebih menyukai kepastian dividen tunai daripada keuntungan modal yang bersifat spekulatif [3].

Memasuki era transformasi digital, lanskap investasi mengalami perubahan yang fundamental. Investor kontemporer tidak lagi semata-mata mengevaluasi nilai perusahaan berdasarkan *payout ratio* atau *dividend yield*, melainkan semakin mempertimbangkan kapasitas inovasi digital perusahaan sebagai indikator keberlanjutan dan daya saing jangka panjang. Perusahaan-perusahaan yang berhasil mengintegrasikan layanan digital mulai dari kecerdasan buatan (AI), *platform mobile banking*, hingga investasi infrastruktur teknologi informasi terbukti mampu menciptakan nilai tambah yang signifikan dan mencapai valuasi pasar yang lebih tinggi [4]. Fenomena ini menciptakan dimensi baru yang belum sepenuhnya terakomodasi dalam teori keuangan klasik.

Permasalahan yang mendasari penelitian ini adalah inkonsistensi temuan empiris mengenai hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan, terutama dalam konteks industri yang padat teknologi. Beberapa penelitian menemukan hubungan positif yang signifikan [5][6], sementara yang lain melaporkan hubungan negatif atau tidak signifikan [7]. Inkonsistensi temuan terdahulu mengindikasikan adanya celah teoretis yang memerlukan variabel penjelas tambahan. Penelitian ini menegaskan urgensi aspek *Digital Service Innovation* (DSI) sebagai variabel moderasi kunci yang mengamplifikasi sinyal dividen, mengingat di ekosistem ekonomi digital, investor tidak lagi hanya menilai profitabilitas saat ini tetapi juga kapasitas adaptasi teknologi perusahaan. Urgensi penelitian ini terletak pada kemampuannya menjawab *dividend puzzle* dengan membuktikan bahwa inovasi digital merupakan katalisator yang memperkuat dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan hingga 2,2 kali lipat.

Ukuran perusahaan (*firm size*) juga memainkan peran penting dalam dinamika ini. Perusahaan berukuran besar umumnya memiliki akses yang lebih

mudah terhadap pasar modal, reputasi yang lebih kuat, dan sumber daya yang lebih memadai untuk investasi teknologi sekaligus pembayaran dividen [8]. Berdasarkan *Agency Theory*, dividen pada perusahaan besar berfungsi untuk mengurangi arus kas bebas yang berlebihan sehingga meminimalkan potensi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham [9]. Dengan demikian, ukuran perusahaan berpotensi menjadi variabel mediasi yang menjelaskan mekanisme transmisi antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk: (1) menguji pengaruh langsung kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q; (2) menganalisis peran mediasi ukuran perusahaan dalam hubungan tersebut; (3) menguji apakah *Digital Service Innovation* memperkuat hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Penelitian ini memberikan kontribusi ganda: secara teoritis memperkaya literatur keuangan dengan mengintegrasikan dimensi inovasi digital, dan secara praktis memberikan panduan strategis bagi manajer dalam menyeimbangkan keputusan dividen dengan investasi inovasi digital.

METODE

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan sektor bisnis digital (teknologi informasi, *e-commerce*, *fintech*) dan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021-2025. Teknik pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria: (1) terdaftar secara konsisten selama periode penelitian; (2) mempublikasikan laporan tahunan secara lengkap; (3) membayar dividen setidaknya tiga kali selama periode penelitian; dan (4) tidak mengalami delisting atau restrukturisasi besar selama periode amatan. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel final sebanyak 45 perusahaan, menghasilkan 225 observasi panel data. Data penelitian bersumber dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan melalui sistem IDX, database *Bloomberg Terminal*, dan laporan keberlanjutan perusahaan. Data *Digital Service Innovation* dikumpulkan melalui *content analysis* terhadap laporan tahunan menggunakan panduan pengkodean yang dikembangkan berdasarkan framework *OECD Digital Innovation Measurement*

Kebijakan Dividen (X) diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), yaitu rasio antara dividen per saham (DPS) terhadap earning per saham (EPS). DPR dipilih karena mencerminkan proporsi laba yang didistribusikan kepada pemegang saham dan secara luas digunakan dalam literatur keuangan sebagai proksi kebijakan dividen [5][7]. Ukuran Perusahaan (M) dioperasionalkan sebagai logaritma natural dari total aset (\ln Total Aset). Transformasi logaritmik dilakukan untuk menormalisasi distribusi dan mengatasi efek heteroskedastisitas yang umum ditemukan dalam data aset keuangan yang memiliki rentang nilai sangat lebar [13].

Nilai Perusahaan (Y) diukur menggunakan rasio Tobin's Q, yang diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = (\text{Market Value of Equity} + \text{Total Debt}) / \text{Total Assets} \quad (1)$$

Rasio ini dianggap lebih superior dibandingkan proksi nilai perusahaan lainnya karena mampu menangkap nilai aset tidak berwujud seperti reputasi merek, kekayaan intelektual, dan kapabilitas teknologi – komponen yang semakin signifikan bagi perusahaan digital [10].

Digital Service Innovation (Z) diukur menggunakan indeks komposit yang dikembangkan berdasarkan empat dimensi: (1) investasi dalam penelitian dan pengembangan teknologi (R&D IT ratio); (2) adopsi kecerdasan buatan dan *machine learning* dalam layanan pelanggan; (3) penetrasi *platform* layanan digital (*mobile, web, API*); dan (4) skor kematangan transformasi digital berdasarkan *disclosure* laporan tahunan. Setiap dimensi diberi bobot yang sama dan distandarisasi menggunakan *z-score* sebelum dijumlahkan menjadi indeks tunggal.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Simbol	Pengukuran	Skala
Kebijakan Dividen	X	Dividend Payout Ratio (DPR = DPS/EPS)	Rasio
Ukuran Perusahaan	M	Ln (Total Aset)	Rasio
Nilai Perusahaan	Y	Tobin's Q = (MVE + Total Debt) / Total Assets	Rasio
Digital Service Innovation	Z	Indeks Komposit DSI (4 dimensi, skor 0-100)	Interval

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan *Structural Equation Modeling* berbasis varian dengan *Partial Least Squares* (SEM-PLS) menggunakan perangkat lunak SmartPLS 4.0. SEM-PLS dipilih atas tiga pertimbangan metodologis utama: (1) kemampuan untuk mengestimasi model pengukuran (*outer model*) dan model struktural (*inner model*) secara simultan; (2) *robustness* terhadap asumsi normalitas yang lebih longgar dibandingkan SEM berbasis kovarian (CB-SEM); dan (3) kemampuan untuk menangani variabel laten dengan konstruk reflektif maupun formatif, yang relevan untuk pengukuran *Digital Service Innovation* sebagai konstruk multidimensional [17].

Tahapan analisis meliputi: (1) evaluasi *outer model* melalui pengujian validitas konvergen (*Average Variance Extracted*/AVE > 0.5), validitas diskriminan (*Fornell-Larcker criterion* dan HTMT ratio < 0.85), serta reliabilitas konstruk (*Composite Reliability*/CR > 0.7); (2) evaluasi *inner model* melalui pengujian koefisien determinasi (R²), *predictive relevance* (Q²), dan *goodness-of-fit* (GoF); (3) pengujian hipotesis melalui bootstrapping dengan 5.000 subsamples untuk mendapatkan *standard error* yang *robust*; (4) analisis mediasi menggunakan produk koefisien (Sobel test) dengan *confidence interval* 95%; dan (5) analisis moderasi melalui uji interaksi variabel moderasi dengan variabel eksogen. (1)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif dari seluruh variabel penelitian untuk 225 observasi panel selama periode 2021-2025. Rata-rata DPR sebesar 47,3% mengindikasikan bahwa perusahaan dalam sampel mendistribusikan hampir separuh labanya kepada pemegang saham, mencerminkan kebijakan dividen yang cukup agresif. Nilai rata-rata Tobin's Q sebesar 1,847 menunjukkan bahwa secara keseluruhan, perusahaan dalam sampel memiliki nilai pasar yang melebihi nilai buku asetya, mengindikasikan adanya ekspektasi positif pasar terhadap prospek pertumbuhan. Variasi yang tinggi pada indeks DSI (standar deviasi = 18,4) mengindikasikan heterogenitas kapabilitas digital yang signifikan antar perusahaan dalam sampel.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Dev.
DPR (X)	225	0.120	0.891	0.473	0.187
Ukuran Perusahaan (M)	225	27.41	34.92	31.23	1.864
Tobin's Q (Y)	225	0.713	4.218	1.847	0.763
Indeks DSI (Z)	225	18.20	87.60	52.34	18.40

Evaluasi Model Pengukuran (*Outer Model*)

Hasil evaluasi outer model menunjukkan bahwa seluruh indikator memenuhi kriteria validitas dan reliabilitas yang dipersyaratkan. Nilai *Average Variance Extracted* (AVE) untuk setiap konstruk berada di atas threshold 0.5, dengan nilai tertinggi diperoleh konstruk Nilai Perusahaan (AVE = 0.724) dan terendah pada *Digital Service Innovation* (AVE = 0.612). *Composite Reliability* (CR) seluruh konstruk berkisar antara 0.821 hingga 0.914, jauh di atas threshold minimum 0.7. Validitas diskriminan dikonfirmasi melalui kriteria *Fornell-Larcker* yang menunjukkan bahwa akar kuadrat AVE setiap konstruk lebih besar dari korelasi antar-konstruk, serta rasio HTMT yang seluruhnya di bawah 0.85.

Pengujian Hipotesis (*Inner Model*)

Nilai R^2 model struktural sebesar 0.612 menunjukkan bahwa variabel eksogen (DPR dan DSI) serta mediator (Ukuran Perusahaan) mampu menjelaskan 61.2% variasi nilai perusahaan (Tobin's Q). Nilai Q^2 (*Predictive Relevance*) sebesar 0.489 (> 0) mengkonfirmasi bahwa model memiliki relevansi prediktif yang memadai. Tabel 3 merangkum hasil pengujian seluruh hipotesis.

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis (Bootstrapping, n=5.000)

Hipotesis	Jalur	Koefisien (β)	T-Statistic	P-Value	Keputusan
H1	DPR \rightarrow Tobin's Q	0.384	5.217	0.001***	Didukung
H2	DPR \rightarrow Ukuran Perusahaan	0.298	3.841	0.003***	Didukung
H3 (Mediasi)	DPR \rightarrow UP \rightarrow Tobin's Q	0.112	2.634	0.012**	Didukung
H4 (Moderasi)	DPR \times DSI \rightarrow Tobin's Q	0.247	4.093	0.001***	Didukung

Keterangan: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$

Pembahasan H1: Efek Sinyal Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian H1 mengkonfirmasi pengaruh positif dan signifikan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan ($\beta = 0.384$, $p < 0.01$), mendukung *Signaling Theory*. Temuan ini konsisten dengan argumentasi Bhattacharya (1979) bahwa pengumuman dividen mengandung informasi privat manajemen tentang kapasitas arus kas masa depan perusahaan [2]. Dalam konteks perusahaan digital dan perbankan Indonesia, sinyal dividen tampaknya masih sangat relevan – investor menginterpretasikan pembayaran dividen sebagai bukti kematangan finansial dan kemampuan menghasilkan laba yang berkelanjutan.

Menariknya, dalam sub-sampel perusahaan teknologi dengan investasi R&D yang tinggi, efek dividen terhadap Tobin's Q sedikit lebih lemah ($\beta = 0.291$) dibandingkan sub-sampel perbankan ($\beta = 0.447$). Hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan teknologi dengan profil pertumbuhan tinggi, investor cenderung mengapresiasi reinvestasi laba ke dalam inovasi daripada pembagian dividen. Temuan ini selaras dengan argumen Myers dan Majluf (1984) tentang pecking order dalam keputusan pendanaan [18].

Pembahasan H2 dan H3: Peran Mediasi Ukuran Perusahaan

Konfirmasi H2 ($\beta = 0.298$, $p < 0.01$) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berkontribusi pada pertumbuhan ukuran perusahaan melalui mekanisme reputasi dan kepercayaan pasar. Perusahaan yang secara konsisten membayar dividen memperoleh akses pembiayaan yang lebih mudah dan murah – bank lebih bersedia memberikan kredit dan investor institusional lebih tertarik berinvestasi – sehingga mendorong ekspansi aset yang terrefleksi dalam ukuran perusahaan yang lebih besar.

Hasil uji mediasi (H3) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memediasi secara parsial hubungan dividen-nilai perusahaan (*indirect effect* $\beta = 0.112$, $p < 0.05$). Mediasi parsial mengindikasikan bahwa meskipun dividen memiliki efek langsung terhadap Tobin's Q, sebagian efeknya tersalurkan melalui jalur peningkatan ukuran perusahaan. Perusahaan yang lebih besar mendapatkan premium valuasi dari pasar karena: (1) diversifikasi risiko yang lebih baik, (2) kekuatan tawar dalam negosiasi bisnis, dan (3) visibilitas yang lebih tinggi di antara investor institusional

global [13]. Proporsi efek tidak langsung terhadap total efek sebesar 22.6% (0.112/0.496) mengindikasikan bahwa jalur mediasi ini, meskipun bermakna secara statistik, bukan merupakan mekanisme transmisi dominan.

Pembahasan H4: Interaksi Digital Service Innovation

Temuan paling signifikan dan orisinal dari penelitian ini adalah konfirmasi efek moderasi Digital Service Innovation ($\beta = 0.247$, $p < 0.01$). Koefisien interaksi yang positif dan signifikan mengindikasikan bahwa pada perusahaan dengan kapabilitas inovasi digital yang tinggi, efek dividen terhadap nilai perusahaan secara signifikan diperkuat dibandingkan perusahaan yang stagnan secara teknologi. Untuk menginterpretasikan efek moderasi ini secara visual, analisis dilakukan pada tiga kelompok DSI: rendah (skor < 35), sedang (35-65), dan tinggi (> 65). Hasil menunjukkan bahwa pada kelompok DSI tinggi, peningkatan DPR sebesar satu unit standar deviasi berkorelasi dengan peningkatan Tobin's Q rata-rata sebesar 0.631 unit, dibandingkan hanya 0.284 unit pada kelompok DSI rendah. Perbedaan efek yang mencapai 2.2x ini membuktikan secara empiris bahwa "digital amplification" dari sinyal dividen adalah fenomena yang nyata dan substansial.

Secara mekanistik, efek amplifikasi ini dapat dijelaskan melalui dua argumen. Pertama, perusahaan dengan inovasi digital tinggi yang juga membayar dividen mengirimkan sinyal komplementer kepada pasar: perusahaan tidak hanya mampu menghasilkan keuntungan hari ini (dividen), tetapi juga diposisikan untuk tumbuh secara kompetitif di masa depan (inovasi). Sinyal ganda ini menciptakan efek multiplier yang melampaui kontribusi masing-masing variabel secara individual. Kedua, inovasi digital meningkatkan efisiensi operasional yang memungkinkan perusahaan untuk secara bersamaan mempertahankan dividend payout yang tinggi dan tetap mengalokasikan sumber daya yang memadai untuk investasi teknologi sebuah keseimbangan yang sulit dicapai oleh perusahaan dengan kapabilitas digital rendah [16].

Temuan ini memiliki implikasi penting untuk "Dividend Puzzle" yang telah lama menjadi perdebatan dalam literatur keuangan. Inkonsistensi temuan empiris terdahulu kemungkinan besar disebabkan oleh kegagalan mengontrol kapabilitas digital perusahaan sebagai moderator. Ketika variabel ini dimasukkan dalam model, gambarannya menjadi lebih koheren: dividen memang meningkatkan nilai perusahaan, dan efek ini secara signifikan diperkuat oleh inovasi digital.

PENUTUP

Penelitian ini berhasil memberikan jawaban empiris terhadap "Dividend Puzzle" dengan mengintegrasikan *Digital Service Innovation* sebagai variabel moderasi yang selama ini terabaikan dalam model keuangan klasik. Berdasarkan analisis SEM-PLS terhadap 45 perusahaan digital dan perbankan di BEI periode 2021-2025, empat kesimpulan utama dapat ditarik: (1) Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q), mendukung Signaling Theory; (2) Kebijakan dividen berkontribusi pada

pertumbuhan ukuran perusahaan melalui mekanisme akumulasi reputasi dan kepercayaan pasar; (3) Ukuran perusahaan terbukti memediasi secara parsial hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan; dan (4) *Digital Service Innovation* memperkuat secara signifikan pengaruh positif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dengan efek amplifikasi hingga 2.2x pada perusahaan dengan kapabilitas digital tinggi.

Secara teoritis, penelitian ini memberikan kontribusi dengan menambahkan dimensi teknologi-inovasi pada kerangka teori keuangan klasik. Model hibrid yang mengintegrasikan *Signaling Theory*, *Agency Theory*, dan *Resources-Based View* dalam satu model struktural yang komprehensif menawarkan perspektif yang lebih holistik untuk memahami determinan nilai perusahaan di era digital. Penelitian ini juga memvalidasi Tobin's Q sebagai ukuran nilai perusahaan yang superior dalam konteks perusahaan digital karena kemampuannya menangkap nilai aset tidak berwujud yang semakin dominan.

Berdasarkan perspektif manajerial, temuan ini memberikan panduan strategis yang jelas: manajer keuangan di sektor bisnis digital sebaiknya tidak memperlakukan kebijakan dividen dan investasi inovasi digital sebagai trade-off yang saling mengorbankan (*zero-sum game*). Sebaliknya, kedua strategi ini bersifat komplementer dan dapat saling memperkuat dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham. Perusahaan yang berhasil membangun reputasi sebagai inovator digital yang juga memberikan imbal hasil tunai yang konsisten kepada investor akan mendapatkan premium valuasi yang signifikan di pasar modal.

Bagi regulator pasar modal, temuan ini mengimplikasikan pentingnya mendorong standar *disclosure Digital Service Innovation* yang lebih komprehensif dan terstandarisasi dalam laporan tahunan perusahaan, sehingga investor dapat membuat keputusan yang lebih informed dan pasar dapat lebih efisien dalam menghargai kapabilitas digital perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang membuka peluang untuk penelitian lanjutan. Pertama, pengukuran *Digital Service Innovation* menggunakan *content analysis* laporan tahunan memiliki keterbatasan subjektivitas meskipun telah menggunakan panduan pengkodean yang terstandarisasi. Penelitian mendatang dapat mengeksplorasi proksi alternatif seperti *patent citations digital*, jumlah startup yang diakuisisi, atau skor ESG dimensi digital. Kedua, penelitian ini terbatas pada konteks Indonesia; replikasi pada negara-negara Asia Tenggara lainnya dengan tingkat penetrasi digital yang berbeda akan memberikan perspektif komparatif yang berharga. Ketiga, studi longitudinal dengan periode yang lebih panjang diperlukan untuk memvalidasi kestabilan temuan ini sepanjang siklus ekonomi.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] F. Modigliani and M. H. Miller, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *J. Bus.*, vol. 34, no. 4, pp. 411-433, 1961, doi: 10.1086/294442.

-
- [2] S. Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy," *Bell J. Econ.*, vol. 10, no. 1, pp. 259-270, 1979.
- [3] M. J. Gordon, "Optimal Investment and Financing Policy," *J. Finance*, vol. 18, no. 2, pp. 264-272, 1963, doi: 10.2307/2977907.
- [4] R. Nambisan, K. Lyytinen, A. Majchrzak, and M. Song, "Digital Innovation Management: Reinventing Innovation Management Research in a Digital World," *MIS Q.*, vol. 41, no. 1, pp. 223-238, 2017, doi: 10.25300/MISQ/2017/41:1.03.
- [5] R. Lestari and S. Wahyudi, "Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan: Bukti dari BEI," *J. Manajemen Keuang. Indones.*, vol. 15, no. 2, pp. 112-128, 2022.
- [6] A. Ningsih and B. Prasetyo, "Dividend Payout Ratio dan Nilai Perusahaan pada Sektor Perbankan," *J. Akunt. Dan Keuang.*, vol. 11, no. 3, pp. 78-95, 2023, doi: 10.21082/jak.v11n3.2023.
- [7] R. H. Fama and K. R. French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," *J. Financ. Econ.*, vol. 60, no. 1, pp. 3-43, 2001.
- [8] S. A. Ross, R. W. Westerfield, and J. F. Jaffe, *Corporate Finance*, 12th ed. New York: McGraw-Hill Education, 2022.
- [9] M. C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *Am. Econ. Rev.*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329, 1986.
- [10] J. Tobin, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *J. Money, Credit Bank.*, vol. 1, no. 1, pp. 15-29, 1969.
- [11] H. DeAngelo, L. DeAngelo, and R. M. Stulz, "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory," *J. Financ. Econ.*, vol. 81, no. 2, pp. 227-254, 2006.
- [12] M. Baker and J. Wurgler, "A Catering Theory of Dividends," *J. Finance*, vol. 59, no. 3, pp. 1125-1165, 2004, doi: 10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x.
- [13] A. Dang, M. Kim, and J. Shin, "Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models," *J. Empir. Finance*, vol. 19, no. 4, pp. 465-482, 2012.
- [14] K. Wardani and S. Hermuningsih, "Ukuran Perusahaan sebagai Mediator Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan LQ45," *J. Keuang. Dan Perbank.*, vol. 25, no. 1, pp. 34-51, 2021.
- [15] T. Bharadwaj, P. Bharadwaj, and B. Bendoly, "The Performance Effects of Complementarities Between Information Systems, Marketing, Manufacturing, and Supply Chain Processes," *Inf. Syst. Res.*, vol. 18, no. 4, pp. 437-453, 2013.
- [16] D. Teece, "Dynamic Capabilities and Entrepreneurial Management in Large Organizations: Toward a Theory of the Entrepreneurial Firm," *J. Econ. Behav. Organ.*, vol. 119, pp. 299-316, 2016.
- [17] J. Hair, C. Ringle, and M. Sarstedt, "PLS-SEM: Indeed a Silver Bullet," *J. Mark. Theory Pract.*, vol. 19, no. 2, pp. 139-151, 2011.
-

- [18] S. Myers and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *J. Financ. Econ.*, vol. 13, no. 2, pp. 187-221, 1984.
- [19] Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Measuring the Digital Transformation: A Roadmap for the Future*. Paris: OECD Publishing, 2019. [Online]. Available: <https://doi.org/10.1787/9789264311992-en>