

## **DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBELUM DAN SELAMA MASA PANDEMI COVID-19**

Ahmad Amiruddin, Yosevin Karnawati, Dwi Wahyuningsih  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Esa Unggul  
Jalan Arjuna Utara No. 9 Kebon Jeruk 11510  
[amiruddin@esaunggul.ac.id](mailto:amiruddin@esaunggul.ac.id)

### **Abstract**

*This research aims to determine the influence of capital structure, profitability and liquidity on dividend policy. Apart from that, it is also to find out whether the Covid-19 pandemic moderates the capital structure, profitability and liquidity of dividend policy. The population in this research are companies that are members of LQ45 which are listed on the Indonesia Stock Exchange in 2018 - 2022. This research uses panel data regression analysis processed by the Eviews 10 application. The results of this research show that: Profitability has a positive effect on dividend policy, while structure capital has a negative effect on dividend policy and liquidity do not affect dividend policy. In addition, the Covid-19 pandemic has influenced and strengthened the impact of profitability on dividend policy. Meanwhile, the Covid-19 pandemic cannot influence and impact capital structure and liquidity variables on dividend policy.*

**Keyword :** *Dividen, capital structure, profitability, liquidity, covid-19 pandemic*

### **Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari struktur modal, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen. Selain itu juga untuk mengetahui apakah pandemi covid-19 memoderasi struktur modal, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018 – 2022. Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel yang diolah aplikasi Eviews 10. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan struktur modal berdampak negative terhadap kebijakan dividen dan likuiditas tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Selain itu, pandemi Covid-19 semakin memperkuat dampak profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Sedangkan pandemi covid-19 tidak dapat mempengaruhi dan memberikan dampak variabel struktur modal dan likuiditas terhadap kebijakan dividen.

**Kata Kunci :** dividen, struktur modal, profitabilitas, likuiditas, pandemi covid-19

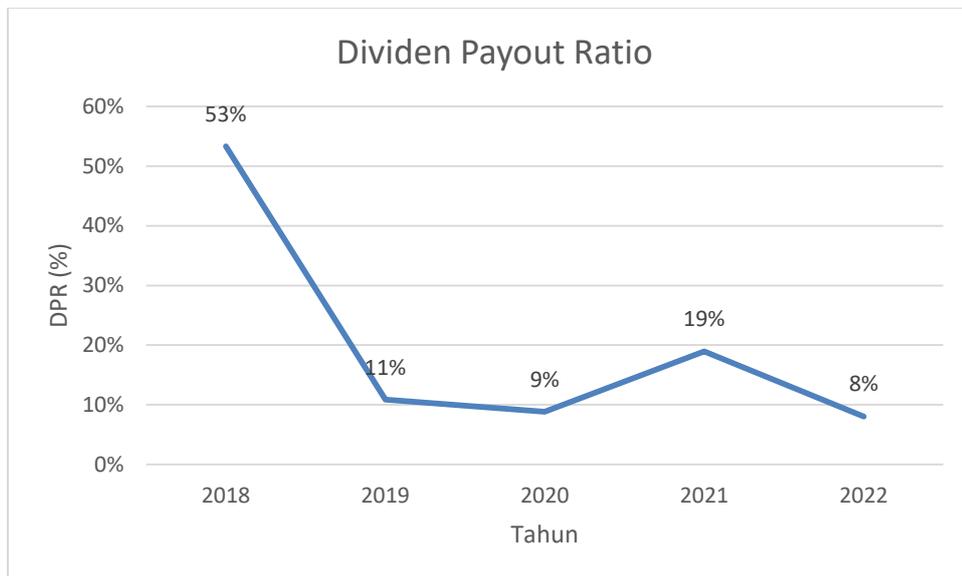
### **Pendahuluan**

*Coronavirus disease* (covid-19) merupakan virus pandemik yang menyebar ke seluruh dunia. Penyebarannya yang sangat cepat dan sulit dikendalikan bahkan menyebabkan angka kematian yang cukup tinggi di seluruh dunia, termasuk Indonesia. Wabah pandemi ini mulai pada akhir tahun 2019 yang pertama kali ditemukan di Kota Wuhan Provinsi Hubei, China yang disebabkan oleh *Coronavirus Disease* (Covid-19) dan langsung berkembang dengan cepat dan telah menyebar lebih dari 200 negara di dunia yang berlangsung hingga awal tahun 2022. Sejak dinyatakan sebagai pandemi pada awal tahun 2020, Covid-19 mengakibatkan lebih dari 200

juta jiwa terinfeksi virus tersebut dan lebih dari 10 juta kematian. Penyebaran virus yang sangat cepat dan risiko yang tinggi ini telah berpengaruh besar terhadap perekonomian global. Kehadiran virus corona dianggap sebagai dampak tambahan yang akan melemahkan pertumbuhan ekonomi dunia, dan ini terbukti bahwa setelah dinyatakan sebagai pandemi, perekonomian dunia melemah termasuk Negara Indonesia. Indonesia merasakan dampak langsung dari kelemahan ekonomi global, ditambah banyak negara yang melakukan *lockdown* untuk mencegah penularan virus tersebut.

Permasalahan pembiayaan tidak terlepas dari kemampuan perusahaan dalam memenuhi dana yang dapat digunakan untuk menjalankan dan mengembangkan usaha perusahaan. Pendanaan bisa berasal dari berbagai sumber, salah satunya adalah investor. Investasi merupakan suatu kegiatan untuk membantu perusahaan dalam melakukan pengaturan pembiayaan. Perusahaan wajib memenuhi kewajibannya kepada investor dengan membagikan dividen. Menurut Shah (2023), tujuan investor yang menginvestasikan uangnya adalah untuk mendapatkan dividen dengan menggabungkan berbagai risiko investasi. Kebijakan dividen merupakan masalah penting diantara pemegang saham dengan pihak manajemen perusahaan. Miller dan Modigliani dalam Bhattacharya (1988) mengemukakan *dividend irrelevance theory* yaitu besar kecilnya dividen yang dibagikan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Gordon dan Lintner dalam Bello &

Olarinde (2020) yang mengemukakan *bird in hand theory* yaitu bahwa investor lebih mengharapkan dividen yang tinggi daripada *capital gain* karena *capital gain* yang diharapkan dapat menimbulkan risiko yang lebih besar. Ada juga *tax preference theory* yang dikemukakan Litzenberg dan Ramaswamy dalam Amiruddin & Bertuah (2022) bahwa investor cenderung memilih dividen yang rendah karena dividen yang tinggi akan dikenakan pajak yang tinggi pula. Kebijakan dividen suatu perusahaan dapat tercermin dari *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang merupakan rasio pengembalian investasi kepada investor. Di antara perusahaan yang terbilang sering membagikan dividen kepada investor salah satunya list perusahaan yang tergabung dalam LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selama periode 2018 – 2022, rata-rata perusahaan LQ45 melakukan kebijakan dividen yang cenderung terlihat fluktuatif, seperti pada grafik dibawah ini :



Grafik 1, rata-rata kebijakan *Dividend Payout Ratio* (DPR)  
Sumber : idx.co.id, hasil olah data

Pada grafik 1, terlihat bahwa perusahaan yang tergabung dalam Saham LQ45 pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2018 – 2022 cenderung fluktuatif dalam kebijakan pembayaran dividen. Terlihat jelas pada tahun 2018 rata-rata perusahaan membayar dividen di atas 50%, menurun drastis pada tahun 2019 dan 2020 menjadi hanya 11% dan 9%. Pada tahun berikutnya,

tahun 2021 perusahaan-perusahaan LQ45 mencoba merangkak naik dalam kebijakan pembayaran dividen dengan ditunjukkan naik hingga 19% dan yang pada akhirnya di tahun 2022 kembali turun ke angka rata-rata 8%. Hasil ini memberikan bukti bahwa persentase rasio pembayaran dividen yang berfluktuasi pada tiap tahunnya disebabkan oleh faktor-faktor baik dari internal maupun eksternal,

seperti struktur modal perusahaan, profitabilitas dan likuiditas perusahaan, serta faktor pandemi covid-19 yang terjadi diantara periode tersebut diatas. Kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan memiliki berbagai arti terhadap berbagai pihak. Bagi perusahaan, kebijakan dividen artinya menahan untuk melakukan pengembangan usaha dan memilih membagikan dividen dan secara tidak langsung perusahaan menutup kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Bagi kreditor, kebijakan dividen sendiri dapat diartikan sebagai sinyal mengenai kecukupan perusahaan dalam membayar bunga atau bahkan pokok pinjaman. Bagi investor, kebijakan dividen merupakan tingkat pengembalian investasi mereka dari kepemilikan saham yang diterbitkan perusahaan. Investor menilai bahwa nilai perusahaan yang baik ditunjukkan dengan performa perusahaan yang dapat menghasilkan laba besar, sehingga dengan laba besar yang didapat, perusahaan dapat membagikan dividen kepada investor. Dengan kata lain nilai perusahaan itu sendiri merupakan sinyal bahwa perusahaan itu apakah *profitable* atau tidak. Hal ini menunjukkan adanya faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.

Perusahaan harus terus melakukan pengembangan usaha atau ekspansi agar dapat terus tumbuh dan *profitable*. Hal ini tentunya membutuhkan sumber dana yang besar baik dengan menggunakan modal sendiri ataupun dengan melakukan pinjaman. Kesempatan investasi ini akhirnya berpengaruh terhadap keputusan manajemen atas sumber dana yang digunakan, dengan kata lain pinjaman akan berdampak pada struktur modal. Semakin tinggi hutang maka risiko yang ditanggung juga semakin besar. Hal ini tentunya akan mempengaruhi kepercayaan investor terhadap perusahaan dan otomatis juga akan mempengaruhi kebijakan dividen. Ahmed Sheikh et al., (2016) menyebutkan bahwa struktur modal secara positif mempengaruhi kebijakan dividen dan kebijakan dividen itu sendiri juga berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Profitabilitas menjadi tolak ukur standar dalam mengevaluasi hasil operasi bisnis perusahaan selama periode tertentu. Profit merupakan indikator utama yang dapat

menunjukkan kapasitas perusahaan untuk membayar dividen. Menurut Brigham (2016), laba juga dapat diartikan pesan atau indikator bagi pemegang saham dan investor bahwa dividen dapat dibagikan dalam besaran yang signifikan. Dalam penelitian Rahman & Khan (2018), menunjukkan terdapat hubungan positif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen, hal ini menyiratkan bahwa jika laba meningkat, maka jumlah dividen yang dibayarkan perusahaan juga meningkat. Profitabilitas dan kebijakan dividen memiliki keterkaitan yang kuat. Penelitian Cristea & Cristea (2017) menyimpulkan bahwa profitabilitas suatu perusahaan mempunyai dampak yang menguntungkan terhadap kebijakan dividennya. Untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan dapat digunakan rasio *Return on Equity* yang artinya perusahaan mampu dalam menghasilkan laba bersih untuk pengembalian ekuitas pemegang saham. Semakin besar hasil *Return on Equity*, maka kinerja manajemen meningkat dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih.

Menurut Nguyen (2020) likuiditas merupakan gambaran kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Suharli (2007) mengartikan likuiditas sebagai kemampuan perusahaan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dan mendanai operasional usahanya. Perusahaan yang mampu melunasi utang jangka pendeknya pada saat jatuh tempo disebut perusahaan likuid. Alur berpikir penulis adalah perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi, ditambah likuiditas lebih baik maka akan mampu membayarkan dividen lebih banyak. Pada penelitian Huang et al. (2020), ditemukan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini memberikan sinyal bahwa semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin tinggi pula kebijakan dividennya. Hasil serupa juga ditunjukkan oleh Nguyen (2020) yang menyatakan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Selain faktor struktur modal, profitabilitas dan likuiditas perusahaan, unsur eksternal pandemi covid-19 juga dapat memiliki dampak pada pilihan manajemen dalam

menentukan kebijakan dividen kepada pemegang saham. Nilashi et al. (2020) menyatakan bahwa pandemi covid-19 telah mengakibatkan penurunan aktivitas ekonomi dan pasar saham yang tidak terduga, yang menyebabkan beberapa sektor perekonomian menjadi lumpuh. Klemeš et al. (2020) juga menyatakan bahwa pandemi covid-19 telah berdampak pada tiap aspek kehidupan manusia dan perekonomian dunia. Menurut Cejnek et al. (2021) dan Krieger et al. (2021), wabah pandemi covid-19 secara signifikan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengurangi ataupun menurunkan kompensasi dan kebijakan dividen perusahaan. Hasil temuan Ali (2022) menyimpulkan perusahaan lebih cenderung menurunkan atau berhenti membayarkan dividen selama periode pandemi dibandingkan dengan periode sebelum covid-19. Hal ini menunjukkan bahwa wabah covid-19 mempunyai pengaruh besar terhadap kebijakan dividen suatu perusahaan. Meskipun demikian, menurut Mazur et al. (2021) dan Tinungki et al. (2022), sebagian besar bisnis mampu bertahan atau bahkan meningkatkan pembayaran dividen selama periode covid-19.

### **Kebijakan Dividen**

Beberapa teori muncul menjelaskan alasan adanya pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan. Kebijakan dividen dijadikan solusi mekanisme kontrol yang bertujuan mengurangi masalah biaya keagenan. Teori keagenan itu sendiri bermula dari adanya alienasi kepemilikan dari manajemen yang mengakibatkan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dengan manajer yang merupakan manajemen perusahaan. Hussain & Akbar (2022) berpendapat bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham dan kesempatan investasi dalam bisnis merupakan komponen penting dari keputusan manajemen perusahaan. Ketika sebuah bisnis memutuskan untuk membagikan laba sebagai dividen, maka laba ditahan berkurang, yang tentunya mengurangi jumlah uang yang dapat diperoleh dari sumber internal perusahaan. Adapun rumus untuk menghitung rasio pembayaran dividen adalah sama dengan dividen dibagi penghasilan per saham.

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} * 100\%$$

### **Struktur Modal**

Struktur modal merupakan gambaran bentuk proporsi finansial perusahaan yakni antara modal sendiri (shareholder's equity) dan modal yang didapat dari utang jangka panjang (longterm liabilities) yang kemudian dijadikan sumber pembiayaan suatu perusahaan. Amiruddin & Bertuah (2022) Kebutuhan dana untuk memperkuat struktur modal perusahaan dapat bersumber dari internal maupun eksternal dengan ketentuan dana tersebut bersumber dari tempat yang dianggap aman dan jika digunakan memiliki nilai dalam memperkuat struktur modal keuangan perusahaan. Struktur modal dapat diukur dengan Debt to Equity Ratio yang membandingkan rasio jumlah utang (liability) terhadap ekuitas.

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}} * 100\%$$

### **Profitabilitas**

Profitabilitas dapat dijadikan acuan standar dalam mengukur pertumbuhan perusahaan. Ali (2022) mendefinisikan profitabilitas sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, yang mana dengan keuntungan tersebut perusahaan dapat menentukan kebijakan pembayaran dividen. Profitabilitas adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dengan penggunaan aset perusahaan baik lancar maupun tetap dalam aktivitas produksi. Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan rasio Return on Equity, yang membandingkan laba bersih terhadap ekuitas saham.

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas saham}} * 100\%$$

### **Likuiditas**

Likuiditas menurut Chukwu et al. (2019) menunjukkan kapasitas perusahaan dalam memperoleh dan membayar utangnya. Menurut Ejike & Agha (2018), likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk mendanai komitmen keuangan jangka pendek. Likuiditas diartikan bahwa perusahaan mampu untuk

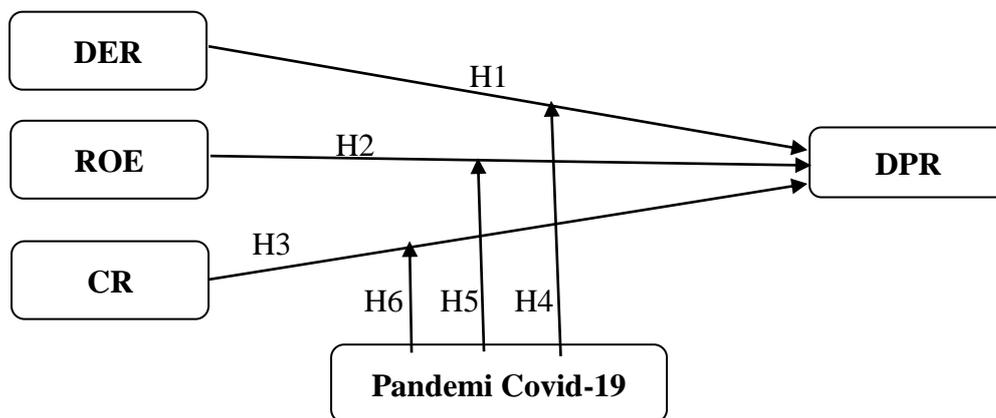
mengubah aset jangka pendek menjadi uang tunai tanpa mengalami kerugian, sehingga perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar utang jangka pendek. Skala likuiditas dapat diukur dengan Current Ratio, yakni membandingkan total aset lancar dengan total utang lancar.

$$CR = \frac{\text{Total Asset Lancar}}{\text{Total Utang Lancar}} * 100\%$$

**Pandemi Covid-19**

Pandemi covid-19 merupakan wabah penyakit infeksi pernafasan yang Dari penjelasan diatas, dapat dijelaskan bahwa kerangka penelitian yang digunakan sebagai berikut :

membahayakan nyawa banyak orang di seluruh dunia. Pandemi covid-19 telah memberikan dampak pada tiap aspek kehidupan, termasuk perekonomian global. Nilashi et al. (2020) menyebut bahwa pandemi covid-19 telah menyebabkan perlambatan aktivitas ekonomi dan pasar saham yang tidak diduga sebelumnya. Pada penelitian ini, penulis menggunakan indikator 0 = masa sebelum pandemi (tahun 2018-2019), dan 1 = masa pandemi terjadi dan masa pemulihan (tahun 2020-2022).



Gambar 1. Model Penelitian

Berdasarkan kerangka di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut :

- H1 : Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
- H2 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
- H3 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
- H4 : Dampak Struktur modal terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh pandemi covid-19
- H5 : Dampak Profitabilitas terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh pandemi covid-19
- H6 : Dampak Likuiditas terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh pandemi covid-19

**Metode Penelitian**

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatoris kausalitas. Penelitian ini menggunakan pendekatan metode penelitian kuantitatif dengan data sekunder yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah data rasio *dividend payout ratio* (DPR), struktur modal (DER), profitabilitas (ROE) dan likuiditas (CR) pada perusahaan yang tergabung dalam LQ45 pada periode 2018 – 2022. Variabel dalam penelitian ini menggunakan tiga fungsi variabel, yakni satu variabel dependen, satu variabel moderasi dan

tiga variabel independen. Variabel dependen pada penelitian ini adalah dividend payout ratio (DPR), variabel independen terdiri dari struktur modal (DER), profitabilitas (ROE) dan likuiditas (CR), sedangkan pandemi covid-19 menjadi variabel moderasi. Populasi penelitian ini terdiri dari 35 perusahaan yang terpilih dan memiliki data lengkap untuk di olah dalam penelitian dari awalnya sebanyak 45 perusahaan tergabung dalam kelompok Saham LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018 hingga 2022. Penelitian ini menggunakan aplikasi Eviews 12, menggunakan teknik analisa regresi data panel. Dalam data panel, data

*cross section* yang sama di observasi menurut waktu (Gujarati, 2004). Data panel merupakan gabungan antara jenis dan *time series* (lintas waktu) dan *cross section* (lintas individu),

sehingga data panel merupakan data yang memiliki dimensi ruang dan waktu. Adapun regresi data panel yang digunakan pada penelitian ini adalah :

$$DPR_{i,t} = a_0 - \beta_1 DER_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 CR_{i,t} + \beta_4 DER * Covid_{i,t} + \beta_5 ROE * Covid_{i,t} + \beta_6 CR * Covid_{i,t} + \varepsilon$$

**Pembahasan**  
**Analisis Statistik Deskriptif**

Analisis statistik deskriptif menjelaskan nilai minimum, maksimum, nilai rata-rata dan

nilai standar deviasi dari masing-masing variabel yang diteliti. Di bawah ini adalah tabel 1, yang menjelaskan dari hasil analisis statistik deskriptif :

Tabel 1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	DPR	DER	ROE	CR	COVID
Mean	2.844406	1.062343	2.251562	2.418114	0.600000
Median	3.579622	0.770000	2.474014	1.960000	1.000000
Maximum	9.109083	4.460000	4.977354	14.79000	1.000000
Minimum	0.000000	0.000000	-1.660731	0.000000	0.000000
Std. Dev.	1.870247	0.931447	1.151810	1.999810	0.491304
Observations	175	175	175	175	175

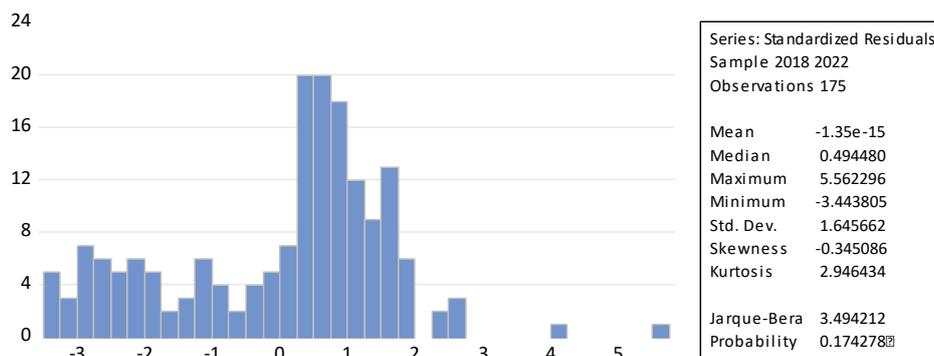
Sumber : Hasil olah data dengan Eviews 10 (2023)

Berdasarkan tabel di atas, diketahui bahwa variabel Kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* memiliki nilai rata-rata 2.844 ini menandakan bahwa dividen yang dibagikan cukup besar. Variabel struktur modal diproksikan dengan *debt to Equity ratio*, memiliki nilai rata-rata 1.062343 yang dapat diartikan bahwa sebagian besar perusahaan menggunakan hutang dalam pendanaannya. Variabel profitabilitas yang diproksikan dengan *return on equity* rata-rata 2.251562 artinya tingkat profitabilitas yang dicapai cukup tinggi. Untuk variabel likuiditas

yang diproksikan dengan *current ratio* memiliki rata-rata 2.418114 atau 241,8%, yang berarti memiliki kemampuan untuk menutup hutang lancar dengan asset lancarnya cukup baik..

**Uji Asumsi Klasik**

Uji Normalitas dapat dilihat pada *Jerque-Bera dan Probability*. Jika nilai *Probability* >  $\alpha$  maka data terdistribusi normal. Pada Grafik 2 di bawah ini, dapat dilihat bahwa data berdistribusi normal karena 0,174278 > 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.



Grafik 2 Hasil Uji Normalitas

Sumber : Hasil olah data dengan Eviews 10 (2023)

Ada atau tidaknya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai koefisien korelasi antar

variabel independen. Berdasarkan Tabel 2 di bawah , terlihat bahwa nilai koefisien korelasi

semua variabel independen berada dibawah terjadi multikolinearitas antar variabel 0,800. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak independen.

Tabel 2  
Hasil Uji Multikolinearitas

	DER	LN_ROE	CR
DER	1.000000	-0.066697	-0.485119
LN_ROE	-0.066697	1.000000	-0.012552
CR	-0.485119	-0.012552	1.000000

Sumber : Hasil olah data dengan Eviews 10 (2023)

Uji Heteroskedastisitas dapat dilihat tabel 3 di bawah terlihat adanya probabilitas apabila nilai probabilitas < 0,05 maka adanya variabel independen > 0,05 sehingga terbebas heteroskedastisitas. Dari hasil Uji *White* pada dari heterokedastisitas.

Tabel 3  
Hasil Uji Heteroskedastisitas  
Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.455199	Prob. F(3,105)	0.0672
Obs*R-squared	7.144982	Prob. Chi-Square(3)	0.0674
Scaled explained SS	9.196595	Prob. Chi-Square(3)	0.0268

Sumber : Hasil olah data dengan Eviews 10 (2023)

Uji Autokorelasi dapat dilihat dari nilai *Durbin-Watson*, dengan asumsi nilai antara 1 < n < 3 variabel terbebas dari masalah autokorelasi. Hasil uji *Durbin-Watson* pada tabel 4 di bawah dapat dilihat memiliki nilai 1.134965 yang artinya nilai tersebut berada di antara nilai minimum 1 dan maksimum 3 Sehingga disimpulkan tidak ada masalah autokorelasi.

Tabel 4  
Hasil Uji Autokorelasi

R-squared	0.296634	Mean dependent var	2.844406
Adjusted R-squared	0.284295	S.D. dependent var	1.870247
S.E. of regression	1.582217	Akaike info criterion	3.778123
Sum squared resid	428.0833	Schwarz criterion	3.850461
Log likelihood	-326.5858	Hannan-Quinn criter.	3.807466
F-statistic	24.03893	Durbin-Watson stat	1.134965
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : Hasil olah data dengan Eviews 10 (2023)

### Rekomendasi Model Penelitian Terbaik

Hipotesis pengujian yang dilakukan menggunakan uji regresi data panel yang fokus pada model *random effect model*. *Random effect model* dipilih karena dianggap model terbaik dan cocok berdasarkan data dalam

penelitian ini. Untuk menentukan model penelitian yang terbaik dan sesuai, maka dilakukan Uji Chow, Uji Hausman dan Uji Lagrange Multiplier. Berikut adalah tabel hasil Pengujian model data panel :

Tabel 5  
Hasil Pengujian Model

Pengujian	Deskripsi	Hasil
<i>Uji Chow</i>	CEM vs FEM	<i>Fixed Effect Model</i>
<i>Uji Hausman</i>	FEM vs REM	<i>Random Effect Model</i>

<i>Lagrange Multiplier</i>	REM vs CEM	<i>Random Effect Model</i>
----------------------------	------------	----------------------------

Sumber : Hasil olah data dengan Eviews 10 (2023)

Berdasarkan tabel 5 di atas, dapat dilihat pengujian beberapa model yang dianggap tepat dalam penelitian ini. Setelah dilakukan Uji *Chow*, Uji *Hausman* dan Uji *Lagrange Multiplier* disimpulkan bahwa *Random Effect Model* merupakan model yang paling tepat.

Setelah dilakukannya pengujian untuk mendapatkan model terbaik, selanjutnya dilakukan pengujian regresi data panel dengan menggunakan metode Panel EGLS (*Cross section random effect*). Dalam penelitian, metode ini digunakan untuk pengujian regresi data panel, adapun hasil dari pengujian ini adalah sebagai berikut :

### Pengujian Regresi Data Panel

Tabel 6  
Hasil Pengujian Regresi data panel

Variable	Coefficien	t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.955271	0.462485	6.389976	0.0000	
DER	-0.676404	0.231981	-2.915770	0.0040	
LN_ROE	0.403464	0.115453	3.494613	0.0006	
CR	-0.047697	0.062117	-0.767860	0.4437	
COVID	-0.258453	0.306731	-0.842607	0.4007	
DER_COVID	0.000441	0.245843	0.001792	0.9986	
LN_ROE_COVID	0.168595	0.080823	2.085968	0.0385	
CR_COVID	-0.133674	0.068081	-1.963462	0.0513	
R-squared	0.158652				
Prob(F-statistic)	0.000129				
Durbin-Watson stat	1.790829				

Sumber : Hasil olah data dengan Eviews 10 (2023)

Adapun persamaan regresi hasil dari pengujian regresi data panel dengan metode Panel EGLS (*Cross section random effect*) adalah sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 0.2955271 - 0.676404 \text{ DER} + 0.403464 \text{ ROE} - 0.047697 \text{ CR} + 0.000441 \text{ DER*COVID} + 0.168595 \text{ ROE*COVID} - 0.133674 \text{ CR*COVID} + \epsilon$$

Berdasarkan hasil pengujian regresi data panel di atas (tabel 6) dapat disimpulkan bahwa :

1. Variabel Struktur modal (DER) memiliki nilai koefisien sebesar -0.676404 yang menunjukkan hubungan negatif, adapun nilai Prob. 0.0040 < 0.05. Artinya Struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
2. Variabel Profitabilitas (ROE) memiliki nilai koefisien sebesar 0.403464 yang

menunjukkan hubungan positif, adapun nilai Prob. 0.0006 < 0.05. Artinya Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

3. Variabel Likuiditas (CR) memiliki nilai koefisien sebesar -0.047697 yang menunjukkan hubungan negatif, adapun nilai Prob. 0.4437 > 0.05. Artinya Likuiditas tidak mempengaruhi kebijakan dividen.

4. Pandemi Covid-19 mengurangi dampak struktur modal terhadap kebijakan dividen. Nilai koefisien sebesar 0.000441 dengan nilai Prob. 0.9986 > 0.05. Artinya pandemi Covid-19 tidak dapat mengurangi dampak struktur modal terhadap kebijakan dividen.
5. Pandemi Covid-19 memitigasi dampak Profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Nilai koefisien sebesar 0.168595 dengan nilai Prob. 0.0385 < 0.05. Artinya pandemi Covid-19 mempengaruhi dan mengurangi dampak profitabilitas terhadap kebijakan dividen.
6. Pandemi Covid-19 mengurangi dampak Likuiditas terhadap kebijakan dividen. Nilai koefisien sebesar -0.133674 dengan nilai Prob. 0.0513 > 0.05. Artinya pandemi Covid-19 tidak dapat mengurangi dampak Likuiditas terhadap kebijakan dividen.

Variabel kebijakan dividen dipengaruhi oleh 15.86% komponen struktur modal, profitabilitas, likuiditas, dan pandemi covid-19 dengan nilai R-square sebesar 0.1586. Sisanya sebesar 84.14% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang tidak diteliti.

## **Diskusi**

Penelitian dilakukan pada perusahaan yang tergabung dalam LQ45 yakni 45 emiten paling aktif serta memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar terbesar di bursa, sehingga dianggap sebagai perusahaan yang konsisten dalam membagi devidennya kepada pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan untuk memenuhi kewajibannya kepada pemegang saham. Kondisi pandemi Covid-19 pastinya sangat mempengaruhi kinerja perusahaan pada umumnya, sehingga pembagian dividen kepada investor juga akan terpengaruh. Hasil penelitian menunjukkan tingkat struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, ini menjadi wajar karena perusahaan LQ45 sebagian besar struktur modalnya menggunakan hutang, sehingga semakin banyak hutang maka beban bunga yang ditanggungnya juga akan semakin banyak dan emiten akan lebih mengutamakan untuk membayar hutang dan bunganya kepada

kreditur dibandingkan membayar dividen kepada investor. Penelitian Ahmed Sheikh et al. (2016) menunjukkan hasil yang sama, struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Profit menjadi daya tarik tersendiri bagi investor saat berinvestasi karena harapan untuk mendapat dividen juga besar, dengan profit yang tinggi akan membuat emiten memutuskan untuk membagi dividen kepada investornya. Tingkat profitabilitas pada perusahaan LQ45 cukup tinggi yakni di atas 200%, sangat memungkinkan emiten untuk membagi dividennya kepada pemegang sahamnya, sehingga tingginya profitabilitas akan meningkatkan kebijakan dividen. Hasil ini didukung oleh penelitian Rahman & Khan (2018) juga penelitian Cristea & Cristea (2017) yang menunjukkan ada dampak positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Likuiditas dalam penelitian ini tidak memberikan dampak apapun terhadap kebijakan dividen walaupun perusahaan LQ45 cukup likuid. Besarnya aset lancar tidak menjamin bahwa kebijakan dividen akan dibuat oleh emiten, dan likuiditas tidak bisa dipakai sebagai tolok ukur bagi perusahaan untuk membagikan dividennya. Hal ini juga dapat diartikan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak dipengaruhi oleh tinggi rendahnya likuiditas perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pattiruhu & Paais (2020) yang menemukan bahwa likuiditas tidak berdampak terhadap kebijakan dividen. Temuan ini juga menunjukkan bahwa besarnya pembayaran dividen tidak dipengaruhi likuiditas perusahaan. Akibatnya bisnis dengan likuiditas yang tinggi belum tentu selalu membagikan dividen yang tinggi, ataupun sebaliknya. Penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Huang et al. (2020) dan Nguyen (2020) yang menyimpulkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Adapun wabah pandemi covid-19 tidak berdampak terhadap likuiditas dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan. Menurut Suardi et al. (2022), pandemi covid-19 meningkatkan risiko likuiditas dan membuat likuiditas pasar saham lebih rentan Dalam situasi seperti ini, maka perusahaan secara efektif memanfaatkan aset lancar mereka untuk melunasi utang jangka pendeknya untuk

memastikan bahwa pandemi covid-19 tidak berkurang kemampuannya dalam membayarkan dividen.

Pandemi covid-19 menjadi sejarah buruk bagi perekonomian dunia, tidak terkecuali dengan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Namun ternyata pandemi covid-19 tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen. Kejadian seperti ini, membuktikan bahwa perusahaan LQ45 adalah perusahaan yang memiliki kemampuan dalam mengelola hutangnya cukup baik, sehingga kondisi yang buruk sekalipun seperti covid-19 tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen. Kondisi sebaliknya pandemic covid-19 memoderasi pengaruh antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen, ini dapat terjadi karena manajemen dari perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam LQ45, memiliki kualitas manajemen yang sangat baik sehingga mampu menghadapi risiko apapun dan justru dengan kondisi covid seperti ini semakin memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, perusahaan mampu memanfaatkan kondisi yang buruk menjadi peluang untuk meningkatkan profit yang pada akhirnya akan meningkatkan kebijakan dividen. Penelitian ini juga menguatkan penelitian Gunafi (2023) yang menyimpulkan bahwa pandemi covid-19 memoderasi pengaruh antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Kondisi yang berbeda ditunjukkan dengan ketidakmampuan pandemi covid-19 dalam memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen, dalam artian adanya pandemi covid-19 tidak berdampak apapun dalam hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen.

### **Kesimpulan**

Penelitian dilakukan pada perusahaan yang tergabung dalam LQ45 yakni 45 emiten paling aktif serta memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar terbesar di bursa, sehingga dianggap sebagai perusahaan yang konsisten dalam membagi dividennya kepada pemegang saham. Kondisi covid-19 sangat mempengaruhi kinerja semua perusahaan yang tergabung dalam LQ45 terlebih dalam hal kebijakan dividen yang akan dilakukan emiten. Kebijakan dividen akan dilakukan oleh perusahaan

dipengaruhi oleh profitabilitas, struktur modal maupun likuiditas. Pandemi covid-19 dimasukkan sebagai variabel moderasi, untuk melihat apakah kondisi covid-19 mampu memperlemah atau memperkuat pengaruh profitabilitas, struktur modal dan likuiditas terhadap kebijakan dividen.

Kesimpulan dari pengujian ini dibuktikan dengan struktur modal berdampak negatif terhadap kebijakan dividen, sumber pendanaan sebagian besar menggunakan hutang sehingga emiten akan lebih mengutamakan membayar hutang dibandingkan membayar dividen, sehingga tingginya struktur modal akan menurunkan kebijakan dividen. Kondisi sebaliknya profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, menandakan profit yang tinggi akan diikuti oleh kebijakan dividen yang tinggi pula. Namun tidak demikian dengan likuiditas yang tidak mampu memberikan dampak apapun terhadap kebijakan dividen.

Pandemi Covid-19, tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen, kondisi yang sama juga terjadi antara likuiditas terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya pandemic covid-19 mampu memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, atau dengan kata lain pandemi covid-19 mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi bagi investor maupun bagi peneliti selanjutnya. Bagi investor, akan menjadi bahan pertimbangan sebelum berinvestasi dengan mempertimbangkan factor struktur modal dan profitabilitas. Bagi peneliti selanjutnya, dapat memasukkan variabel lain yang belum dimasukkan pada penelitian ini, antara lain ukuran perusahaan, return on asset, cash flow atau variabel fundamental lainnya. Selain itu juga dapat melakukan uji beda untuk periode sebelum covid-19, saat covid-19 dan setelah covid-19 serta menambah periode penelitian sehingga didapatkan hasil yang lebih baik.

### **Daftar Pustaka**

- Ahmed Sheikh, N., Nauman Abbasi, M., Naz, S., & Professor, A. (2016). Communal Determinants of Dividend Policy and Capital Structure: Evidence from Pakistan. In *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)* (Vol. 36, Issue 2). <https://www.researchgate.net/publication/314072710>
- Ali, H. (2022). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters*, 46. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102493>
- Amiruddin, A., & Bertuah, E. (2022). *Pengujian Faktor Yang Mempengaruhi Cash Dividend dan Implikasinya Terhadap Nilai*
- Bello, A. A., & Olarinde, M. O. (2020). *International Journal of Economics, Commerce and Management Relevance Of Dividends (The Bird in Hand Theory) Analysis Of Nigeria Banking Sector (2000-2014)*. <http://ijecm.co.uk/>
- Bhattacharya, S. (1988). Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 135–147. <https://doi.org/10.1257/jep.2.4.135>
- Brigham, E. F., & H. J. F. (2016). *Fundamentals of Financial management*. Salemba Empat.
- Cejnek, G., Randl, O., Zechner, J., We, B., Deangelo, H., Van Binsbergen, J., Goncalves, A., Grinblatt, M., Harford, J., Karpoff, J., Melone, A.-D., Stoughton, N., Weber, M., Weissensteiner, A., & Wu, Y. (2021). *The COVID-19 Pandemic and Corporate Dividend Policy*. <https://ssrn.com/abstract=3576967>
- Chukwu, G. J., Damieibi, I. J., & Okoye, E. I. (2019). Firm-Specific Attributes and the Value Relevance of Accounting Information in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 14(10), 12. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v14n10p12>
- Cristea, C., & Cristea, M. (2017). Determinants of corporate dividend policy: Evidence from romanian listed companies. *MATEC Web of Conferences*, 126. <https://doi.org/10.1051/mateconf/201712604009>
- EJIKE, S. I., & AGHA, N. C. (2018). Impact of Operating Liquidity on Profitability of Pharmaceutical Firms in Nigeria. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 8(3). <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v8-i3/4466>
- Gunafi, A. (2023). The Role of The Covid-19 Pandemic in Moderating The Effect of Liquidity and Profitability on Dividend Policy in Manufacturing Companies Listed on The IDX. *International Journal of The Newest Finance and Accounting (INFA)*.
- Huang, T., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2020). Investor protection and the value impact of stock liquidity. *Journal of International Business Studies*, 51(1), 72–94. <https://doi.org/10.1057/s41267-019-00228-6>
- Hussain, A., & Akbar, M. (2022). Dividend policy and earnings management: Do agency problem and financing constraints matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 839–853. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.05.003>
- Klemeš, J. J., Fan, Y. Van, Tan, R. R., & Jiang, P. (2020). Minimising the present and future plastic waste, energy and environmental footprints related to COVID-19. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 127. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2020.109883>
- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 42. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- Mazur, M., Dang, M., & Vega, M. (n.d.). *COVID-19 and the March 2020 Stock Market Crash. Evidence from S&P1500*. <https://faculty.fuqua.duke.edu/>
- Nguyen, T. G. (2020). Stock liquidity and dividend policy: Evidence from an imputation tax environment. *International Review of Financial Analysis*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101559>
- Nilashi, M., Asadi, S., Abumalloh, R. A., Samad, S., Ibrahim, O., & Bahru, J. (2020). *Journal of Soft Computing and Decision*

*Support Systems Intelligent Recommender Systems in the COVID-19 Outbreak: The Case of Wearable Healthcare Devices* (Vol. 7, Issue 4). <http://www.jscdss.com>

PATTIRUHU, J. R., & PAAIS, M. (2020). Effect of Liquidity, Profitability, Leverage, and Firm Size on Dividend Policy. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 35–42.  
<https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.035>

Rahman, A., & Khan, A. W. (2018). Effect of Dividend Policy on Firm's Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan. *SEISENSE Journal of Management*, 1(5).  
<https://doi.org/10.5281/zenodo.1450462>

Shah, A. (2023). Firm Performance and Dividends Policy in India – Moderating Effect of Crisis (Pandemic) Period. *Public Policy and Research International*.

Suardi, S., Xu, C., & Zhou, Z. I. (2022). COVID-19 pandemic and liquidity commonality. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78.  
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101572>

Suharli, M. (2007). Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat ( Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003 ). *JURNAL AKUNTANSI DAN KEUANGAN, VOL. 9, NO. 1, MEI 2007: 9-17 Jurusan*, 9(1), 9–17.  
<https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.07.003>

Tinungki, G. M., Robiyanto, R., & Hartono, P. G. (2022). The Effect of COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy in Indonesia: The Static and Dynamic Panel Data Approaches. *Economies*, 10(1).  
<https://doi.org/10.3390/economies10010011>