

PENGARUH KINERJA KEUANGAN DAN *FINANCIAL DISTRESS* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MASA PANDEMI COVID-19

Reki Febriano El Rasyid, Darsono ¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the effect of financial distress and financial performance on dividend policy during COVID-19 pandemic. Variabels used in the examination are financial distress, profitability, liquidity, leverage and firm size as the independent variabel and dividend policy as the dependent variabel. The population of this study is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2020-2021. Sampling based on purposive sampling method with 113 total sample. Data analysis was performed classical asumption and hypothesis testing using linear regression. The result of this study indicates that profitability have significant positive effect on dividend policy. Meanwhile, financial distress, liquidity, leverage, and firm size shows insignificant effect on dividnet policy..

Keyword: dividend policy, profitability, liquidity, leverage, firm size, financial distress, manufacturing companies, linear regression.

PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 pada tahun 2020 telah menginfeksi 194 juta orang dan menyebabkan 4,5 juta orang meninggal dunia. Penyebaran COVID-19 telah memaksa Badan Kesehatan Dunia (WHO) untuk menganjurkan tindakan karantina sehingga mengakibatkan melambatnya laju perdagangan yang pada akhirnya melahirkan krisis perekonomian dunia. Krisis ekonomi yang diakibatkan COVID-19 telah dibuktikan oleh Baig dan Chen (2021) sebagai penyebab peningkatan drastis volatilitas pasar global dan penurunan harga saham yang agresif akibat gangguan terhadap prospek ekonomi global dan perdagangan dunia. Di Indonesia, penelitian Umam dkk. (2021) serta Mulianto, Wijaya, dan Jogi (2021) telah membuktikan bahwa pandemi COVID-19 memberikan dampak ekonomi terhadap perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian tersebut mengamati bahwa terjadi penurunan profitabilitas yang signifikan sejak dimulainya pandemi COVID-19. Keuntungan perusahaan berkurang seiring dengan penurunan profitabilitas. Ketika menentukan berapa banyak dividen yang harus dibayarkan perusahaan, laba adalah kriteria yang harus dipertimbangkan.

Keuntungan hasil dari aktivitas bisnis perusahaan wajib didistribusikan sebagai bentuk timbal balik kepada penanam modal. Penentuan jumlah laba yang dibagikan kepada penanam modal ditetapkan dalam kebijakan dividen. Dengan melihat rasio pembayaran dividen (DPR), pihak investor atau pihak eksternal lain dapat melihat kebijakan dividen yang diterapkan perusahaan. Laba yang dibayarkan sebagai dividen dibagi dengan laba keseluruhan untuk tahun tersebut untuk mencapai rasio pembayaran dividen (DPR). Perusahaan dengan DPR yang tinggi dianggap sebagai perusahaan yang menarik, tetapi DPR yang tinggi juga dapat memperlihatkan sebuah perusahaan yang minim investasi dari hasil keuntungan usaha, akibatnya pertumbuhan dapat terhambat.

Penentuan DPR suatu perusahaan dapat berdasarkan kinerja keuangan pada tahun yang berjalan. Ada aturan umum bahwa pembayaran dividen lebih tinggi pada perusahaan yang berkinerja baik. Untuk alasan ini, organisasi dengan kinerja yang kuat dapat menggunakan sumber daya perusahaan dengan cara selain operasional karena sifat sumber daya perusahaan yang dibatasi, sedangkan perusahaan yang berkinerja buruk hingga menuju kebangkrutan harus menggunakan

¹ Corresponding author

seluruh sumber dayanya untuk bertahan hidup. Pernyataan tersebut secara umum benar apabila dinyatakan dalam kondisi normal, dimana pengaruh lingkungan terhadap perusahaan dapat ditebak. Dalam kondisi pandemi COVID-19, perubahan secara drastis pada kegiatan sehari-hari manusia memengaruhi kemampuan perusahaan untuk beroperasi. Peningkatan ketidakpastian tentunya berpengaruh pada kemampuan perusahaan memperoleh atau mempertahankan performa finansial yang optimal, akibatnya persepsi investor pada perusahaan mengalami penurunan. Perusahaan yang menghadapi resiko kebangkrutan setelah adanya pandemic COVID-19 harus membuat kebijakan dividen yang optimal. Perusahaan yang sebaliknya dapat memperoleh keuntungan lebih di masa pandemic COVID-19 juga harus membuat kebijakan yang optimal. Hal tersebut menjadikan faktor yang menjadi dasar penetapan kebijakan dividen perusahaan pada masa pandemic COVID-19 sebagai sesuatu yang penting untuk diteliti.

Profitabilitas, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan hanyalah beberapa contoh variabel yang telah diteliti sebagai prediktor dalam penelitian kebijakan dividen. Keempat faktor tersebut telah digunakan oleh Ali (2021), Kristiani dan Viriany (2018), Ginting (2018), Puspitasari (2014), Mazur, Dang dan Vo (2020) dan Mastuti, Saifi dan Azizah (2012) dengan hasil yang berbeda-beda. Faktor *financial distress* dinyatakan sebagai faktor yang mengurangi tingkat DPR oleh Deangelo dan Deangelo (1990) sedangkan Cohen (2009) kebalikannya adalah benar: bisnis yang tertekan secara finansial membayar tingkat dividen yang lebih tinggi. Apakah faktor-faktor yang telah disebutkan berpengaruh sama terhadap kebijakan dividen dalam masa pandemi COVID-19 merupakan suatu permasalahan yang patut diteliti. Atas dasar kontradiksi yang telah digambarkan, variabel *financial distress*, profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan ukuran perusahaan penting untuk diuji kembali.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan yang dinyatakan oleh Jensen & Meckling (1976) berteori bahwa prinsipal mendelegasikan sebagian wewenang pengurusan organisasi kepada seorang agen, termasuk pada perumusan kebijakan dividen. Dalam konteks keputusan kebijakan dividen suatu perusahaan, Mazur, Dang, dan Vo (2020) mengatakan bahwa manajemen yang bekerja sepenuhnya untuk kepentingan pemegang saham merespon peningkatan keuntungan dengan peningkatan dividen, dan sebaliknya manajemen menurunkan pembayaran dividen di saat ada penurunan keuntungan. Di sisi lain, manajemen yang bekerja untuk kepentingan pribadi cenderung mempertahankan kebijakan dividen meskipun keuntungan telah berubah secara signifikan.

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal yang dinyatakan oleh Spence (1973) menyatakan bahwa perusahaan sebagai penguasa informasi akan memberitakan informasi yang kemudian bertindak sebagai sinyal yang diterima calon penanam modal sebagai gambaran kondisi dan performa suatu perusahaan.

Dividend Signalling Theory

Dividend signaling theory adalah teori bahwa pengumuman pembayaran dividen adalah sinyal yang mengandung informasi prospek perusahaan. Teori ini dikemukakan oleh Stephen Ross dan Solomon Ezra (1977). Ross (1977) mengungkapkan bahwa perusahaan yang secara signifikan meningkatkan pembayaran dividennya mengalami peningkatan penilaian perusahaan oleh investor, sebaliknya perusahaan yang menghentikan atau mengurangi pembayaran dividen menghadapi penurunan penilaian perusahaan oleh investor.

Financial Distress dan Kebijakan Dividen

Menurut Platt dan Platt (2002), *Financial Distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami krisis keuangan dan menuju kepailitan. Perusahaan yang sedang mengalami krisis akan memfokuskan seluruh sumber dayanya untuk bertahan hidup, maka perusahaan tidak memiliki kapasitas untuk menyisihkan sumber dayanya kepada pihak eksternal. Maka perusahaan yang sedang menghadapi krisis akan memiliki tingkat pembayaran dividen yang rendah. Berkenaan dengan itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H1 : *Financial Distress* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan dividen dalam masa pandemi COVID-19

Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *return* dari aset yang dimiliki. Lintner (1956) berkata bahwa perusahaan akan merespon peningkatan keuntungan dengan peningkatan pembayaran dividen. Berkenaan dengan itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H2 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di masa pandemi COVID-19

Likuiditas dan Kebijakan Dividen

Semakin tinggi likuiditas perusahaan berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial dan telah menggunakan aktiva lancarnya dengan efektif. Hal ini dapat diartikan bahwa ketika perusahaan dalam kondisi likuid maka aktivitas produksi perusahaan akan berjalan lancar sehingga akan menghasilkan laba yang ditargetkan. Semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Karena itu, dapat dikatakan bahwa:

H3 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di masa pandemi COVID-19

Leverage dan Kebijakan Dividen

Hubungan antara *leverage* dengan kebijakan dividen, dengan asumsi bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya memiliki pengaruh pada jumlah pembayaran dividen, jika suatu entitas usaha memiliki kemampuan pelunasan hutang yang baik, maka entitas tersebut memiliki keleluasaan lebih untuk membayarkan dividen. Pernyataan tersebut dalam praktiknya menggambarkan ketika perusahaan memiliki ketergantungan akan pendanaan dari hutang untuk memperoleh asetnya, perusahaan tersebut akan memiliki beban hutang yang besar. Beban hutang yang besar dapat memperkecil pembayaran dividen perusahaan, karena perusahaan harus memanfaatkan sebagian besar labanya untuk melunasi hutang.

H4 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di masa pandemi COVID-19

Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen

Entitas usaha yang telah mencapai tingkat kemapanan yang baik atau berukuran besar memiliki kecenderungan untuk menetapkan tingkat pembayaran dividen yang melampaui tingkatan pada entitas usaha baru dan kecil, pernyataan tersebut dibuat oleh Weston dan Copeland (2010). Riyanto (2008) juga menambahkan bahwa kapasitas penciptaan keuntungan perusahaan berbanding lurus dengan ukurannya, sehingga keuntungan yang dapat didistribusikan sebagai dividen ikut meningkat. Berkenaan dengan itu hipotesis yang diajukan adalah:

H5 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di masa pandemi COVID-19

METODE PENELITIAN

Pengukuran dan Definisi Operasional Variabel

Studi ini memiliki dua jenis variabel yaitu variabel dependen variabel independen. Variabel dependen dari studi ini adalah kebijakan dividen. Variabel independen dari studi ini adalah *financial distress* dan kinerja keuangan. Kinerja keuangan akan direpresentasikan dengan profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan ukuran perusahaan.

Kebijakan Dividen (Y1)

Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan mengenai jumlah laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan bagian dari strategi perusahaan untuk memuaskan kepentingan perusahaan dan pemilik saham. Kebijakan dividen merupakan variabel terikat atau variabel dependen yang akan diteliti dalam penelitian ini. Dividend payout ratio (DPR) merupakan proksi dari kebijakan dividen perusahaan karena mengukur besarnya jumlah dividen yang dibagikan pada setiap lembar saham terhadap jumlah laba yang diperoleh pada setiap lembar saham. DPR diukur menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \times 100\%$$

Financial Distress (X1)

Metode Altman Z-Score adalah formula multivariat dengan fungsi sebagai rumus yang mampu menilai kesejahteraan finansial suatu entitas usaha atau perusahaan sebelum dinyatakan pailit. Altman mengkombinasikan sejumlah rasio keuangan berbeda untuk menentukan apakah sebuah perusahaan bangkrut atau tidak. Berikut ini adalah rumus Z-score Altman: (Weston & Copeland, 2010):

$$\text{ZSR} = 1,2\text{WCTA} + 1,4\text{RETA} + 3,3\text{EBITTA} + 0,6\text{MVTL} + 1,0\text{STA}$$

Profitabilitas (X2)

Profitabilitas dapat didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dalam kaitannya dengan asetnya. Return on assets (ROA) adalah pendekatan yang digunakan oleh peneliti untuk mengukur profitabilitas perusahaan, mengikuti Ali (2021). Dengan membandingkan laba bersih setelah pajak dengan total aset, ROA dihitung, menurut Brigham dan Houston (2015). Dapat diringkas sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

Likuiditas (X3)

Likuiditas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi liabilitas jangka pendeknya dengan aset lancar. Likuiditas diukur dengan Current Ratio (CR), metode yang membandingkan aset lancar dengan kewajiban lancar, seperti yang dikemukakan oleh Ali (2021):

$$\text{CRA} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}} \times 100\%$$

Leverage (X4)

Leverage adalah rasio yang menunjukkan seberapa besar aset perusahaan yang diperoleh dari pendanaan eksternal seperti hutang. Mengikuti penelitian Ali (2021) *leverage* dihitung menggunakan Solvency Ratio (SOL) yang membandingkan total hutang dengan total aset, penelitian ini mengukur tingkat leverage:

$$\text{LEV} = \frac{\text{Total Long Term Debt}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

Ukuran Perusahaan (X5)

Ukuran perusahaan merupakan kekayaan atau aset yang tercatat dalam suatu entitas. Semakin besar ukuran sebuah perusahaan maka semakin besar laba yang dapat diperoleh, serta semakin luas kesempatan untuk memperoleh pendanaan eksternal. Ukuran perusahaan ditentukan berdasarkan logaritma natural total aset (Sholekah & Venusita, 2014).

$$\text{SIZ} = \text{Ln natural (total aset)}$$

Populasi dan Sampel

Studi ini menggunakan data dari semua perusahaan manufaktur di BEI sepanjang tahun 2020 dan 2021. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dalam studi ini, antara lain:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sejak tahun 2020.
2. Perusahaan manufaktur yang mendistribusikan dividen pada tahun pengamatan, yaitu 2020-2021.
3. Perusahaan dengan periode pelaporan 31 Desember dan dalam mata uang Rupiah.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis pada studi ini menggunakan analisis regresi linear berganda. Regresi linear berganda merupakan analisis yang dimanfaatkan untuk mengkaji hubungan antara dua atau lebih variabel independen dengan variabel dependen. Rumus regresi linear berganda pada studi ini adalah sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 ZSR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 CRA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZ_{it} + \epsilon$$

Keterangan:

DPR	= <i>Dividend payout ratio</i> perusahaan i pada periode t
α	= Konstanta
$\beta_1 - \beta_5$	= Koefisien regresi
ZSR	= <i>Financial Distress</i> perusahaan i pada periode t
ROA	= Profitabilitas perusahaan i pada periode t
CRA	= Likuiditas perusahaan i pada periode t
LEV	= <i>Leverage</i> perusahaan i pada periode t
SIZ	= Ukuran perusahaan i pada periode t
e	= <i>Error</i>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Populasi dalam studi ini menggunakan entitas manufaktur yang tercatat pada BEI (Bursa Efek Indonesia) pada tahun 2020-2021.

Tabel 1
Hasil Pemilihan Sampel

Keterangan	2020	2021	Total
Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI pada periode 2020 - 2021	194	218	412
Perusahaan dengan mata uang asing dan 31 maret	(17)	(17)	(34)
Perusahaan tidak membayar dividen	(91)	(134)	(225)
Total	66	67	133
Outlier	(8)	(12)	(20)
Sampel penelitian	58	55	113

Tabel 2
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

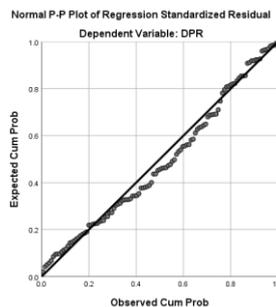
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	113	-0,07	0,69	0,2867	0,16967
ZSR	113	1	3	1,66	0,809
ROA	113	-0,03	0,35	0,0683	0,05618
LEV	113	0,01	0,056	0,1556	0,13217
CRA	113	0,16	21,70	2,8290	2,85320
SIZ	113	25,05	33,49	28,9866	1,62175
Valid N (listwise)	113				

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Pada uji normalitas yang ditampilkan pada gambar 1 menunjukkan bahwa titik-titik mengikuti garis diagonal, sehingga dapat dikatakan data terdistribusi normal

Gambar 1
Normal Probability Plot



Pada uji normalitas yang ditampilkan pada tabel 3 menunjukkan hasil *Asymp. Sig. (2-tailed)* sejumlah 0,165. Dapat disimpulkan bahwa data pada studi ini terdistribusi normal karena telah melebihi nilai signifikansi sejumlah 0,05.

Tabel 3
Kolmogorov-Sminov

		Unstandardized Residual
N		113
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0.000000
	Std. Deviation	0,16082136
Most Extreme Differences	Absolute	0.074
	Positive	0.074
	Negative	-0.046
Kolmogorov-Smirnov Z		0.074
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.165

Uji Multikolinearitas

Berdasarkan tabel 4 menunjukkan semua hasil VIF < 10 dan nilai *tolerance* lebih dari 0,1. Dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan pada penelitian ini tidak terdapat multikolinearitas.

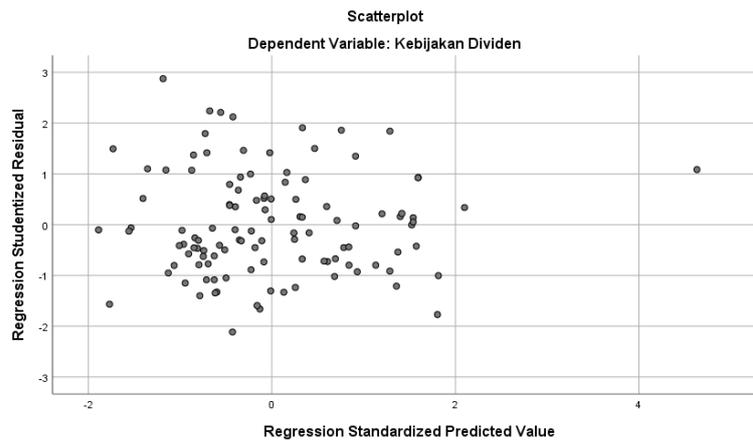
Tabel 4
Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
ZSR	0,501	1,996
ROA	0,601	1,665
LEV	0,680	1,471
CRA	0,843	1,186
SIZ	0,605	1,654
ZSR	0,501	1,996
ROA	0,601	1,665

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan gambar 2 menunjukkan bahwa titik yang tersebar di sumbu Y yaitu disekitar 0 dan tidak membentuk suatu pola tertentu. Artinya, dilihat berdasarkan gambar pola tersebut menunjukkan bahwa tidak berlangsung heteroskedastisitas pada data studi ini.

Gambar 2
Hasil Uji Heteroskedastisitas



Uji Autokorelasi

Nilai dU untuk studi termasuk lima variabel independen dan 113 sampel diketahui adalah 1,7864. Seperti terlihat pada Tabel 5, nilai Durbin-Watson model ini adalah 1,863 maka jika dimasukkan pada persamaan $(4-DW) > Du < DW$, hasilnya $2,137 > 1,7864 < 1,863$ yang berarti model ini tidak memiliki masalah autokorelasi.

Tabel 5
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.319 ^a	0,102	0,060	0,16454	1,863

Hasil Uji Hipotesis

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Nilai 2,419 dan tingkat signifikansi 0,40 ditunjukkan pada Tabel 6. Dengan kata lain, jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka variabel terikat kebijakan dividen dipengaruhi oleh variabel bebas financial distress, profitabilitas, leverage, likuiditas, dan ukuran perusahaan secara simultan.

Tabel 6
Hasil Uji Signifikansi Simultan

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	0,327	5	0,065	2,419	.040 ^b
Residual	2,897	107	0,027		
Total	3,224	112			

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Berdasarkan hasil yang ditampilkan pada tabel 7, nilai *Adjusted R square* untuk model penelitian ini sebesar 0,060 atau sebesar 6%. Angka tersebut menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat memprediksi 6% dari faktor-faktor yang memengaruhi variabel dependen, sedangkan 94% sisanya dapat dijelaskan oleh variabel diluar penelitian.

Tabel 5
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.319 ^a	0,102	0,060	0,16454

Uji Signifikansi Parameter (Uji Statistik t)

Tabel 8
Hasil Uji Signifikansi Parameter

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	-0,192	0,333		-0,575	0,566
	ZSR	0,016	0,027	0,077	0,594	0,554
	ROA	0,793	0,357	0,263	2,220	0,029
	LEV	-0,233	0,143	-0,182	-1,634	0,105
	CRA	-0,001	0,006	-0,021	-0,212	0,833
	SIZ	0,015	0,012	0,144	1,224	0,224

Interpretasi Hasil

Hasil regresi yang ditampilkan pada tabel 8 menunjukkan variabel *financial distress* mempunyai nilai beta sebanyak 0,077 serta nilai signifikansi 0,554. Maka dapat disimpulkan bahwa untuk hipotesis satu, H0 gagal ditolak. Jika dilihat dari hasil pengujian deskriptif, ditemukan sebaran rata-rata DPR untuk masing-masing kategori perusahaan berbeda. Perusahaan kritis memiliki rata-rata DPR 30%, perusahaan abu-abu 26%, perusahaan kritis 28%. Rata-rata tersebut dapat menggambarkan bahwa perusahaan yang tidak sehat memiliki DPR yang lebih rendah, tetapi perubahan tersebut tidak signifikan. Perusahaan merubah DPR saat masuk ke kategori abu-abu, namun ketika masuk dalam kategori kritis DPR sedikit meningkat kembali. Hal tersebut sejalan dengan teori dividend signalling dimana perusahaan yang kritis tidak ingin terlihat berada dalam kondisi terpuruk, maka akan mempertahankan DPR sesaat, meskipun dapat berujung pada

keterpurukan yang lebih di masa depan. Hasil dari pengujian variabel ini memperlihatkan pengaruh yang tidak sesuai dengan hasil analisis dari Deangelo *et al.* (1990), tetapi hampir sejalan dengan penemuan Cohen dan Yagil (2009) dimana hasil penelitiannya menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan. Menurut Cohen dan Yagil (2009) perusahaan yang masuk kedalam kategori *financially distressed* atau kritis memiliki kepentingan yang kuat untuk membayarkan dividen, bahkan kebijakan yang agresif tersebut yang berkontribusi untuk membuat perusahaan tersebut semakin kritis. Cohen dan Yagil (2009) menambahkan bahwa kebijakan tersebut akan menyebabkan perusahaan terpaksa menurunkan *dividend payout ratio* nya di masa depan.

Hipotesis dua menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur pada masa pandemi COVID-19 di Indonesia. Profitabilitas diukur dengan rasio *return on asset* dan setelah melewati proses regresi mendapatkan nilai signifikansi 0,029 yang berarti variabel ini signifikan. Nilai beta sebesar 0,263 yang berarti hubungan variabel profitabilitas dan kebijakan dividen adalah positif. Hasil yang menunjukkan adanya hubungan positif dan signifikan sesuai dengan hipotesis dua sehingga H_0 hipotesis dua berhasil ditolak. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dengan modal atau aset yang ada. Modal perusahaan tersebut umumnya diperoleh dari investor yang menginginkan timbal balik atas investasinya. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang baik diharapkan pemegang saham untuk membayarkan dividen yang lebih banyak. Menurut temuan penelitian ini, hipotesis dua bahwa profitabilitas memengaruhi kebijakan dividen selama epidemi COVID-19 adalah benar. Rasio pembayaran dividen yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi. Hal ini mendukung teori *agency model of dividend policy* oleh Lintner (1956) yang menyatakan bahwa perusahaan yang baik akan membayarkan dividen lebih tinggi jika keuntungan tinggi. Firmada *et al.* (2015), didukung oleh Kristian dan Viriany (2018), Ginting (2018), dan Ali (2021) yang menemukan hubungan positif dan substansial antara profitabilitas dan kebijakan dividen, sejalan dengan kesimpulan penelitian ini. Perusahaan yang menghasilkan lebih banyak uang cenderung membayar lebih banyak dividen kepada pemegang saham, sedangkan perusahaan yang menghasilkan lebih sedikit uang cenderung membayar lebih sedikit dividen. Hasil ini konsisten dengan model keagenan Lintner untuk kebijakan dividen (1956).

Hipotesis tiga penelitian ini adalah bahwa likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan menggunakan rasio lancar, aset dan kewajiban lancar perusahaan dibandingkan untuk melihat berapa banyak uang yang dimiliki bisnis. Likuiditas memiliki nilai signifikansi 0,105 dan nilai beta 0,183 pada hasil regresi logistik. H_0 Hipotesis tiga gagal ditolak jika nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05. Penelitian Ali (2021), Nur (2018), dan Ginting (2018) tidak sejalan dengan temuan penelitian ini, namun Ali (2021), Hariyati dan Pangestuti (2021), Sapitri dan Suryani (2017), serta Apriliona dan Penelitian Fun (2017) konsisten dengan temuan penelitian ini (2020). Perusahaan yang tidak membayar atau menurunkan dividen berdampak negatif dan kecil terhadap kebijakan dividen, menurut Ali (2021). Karena ketidakpastian pandemi COVID-19, korporasi perlu menyimpan kasnya jika terjadi keadaan darurat dan perlu diinvestasikan atau digunakan sebagai asuransi. *Output* atau keluaran dari spss 26 dalam penelitian ini tidak menemukan adanya peran likuiditas dalam perumusan kebijakan dividen, maka penelitian ini menolak hipotesis tiga yang menyatakan bahwa likuiditas memengaruhi kebijakan dividen dalam masa pandemi COVID-19. Sehingga besar kecilnya rasio likuiditas suatu perusahaan tidak memengaruhi jumlah dividen yang dibayarkan perusahaan. Hal ini diduga karena peran krisis ekonomi akibat pandemi COVID-19 yang menyebabkan ketidakpastian, sehingga manajemen ingin mempertahankan kinerja keuangan perusahaan untuk menjaga kepentingan pribadi atau prinsipal. Hal tersebut sesuai dengan strategi kebijakan dividen kompromi seperti dinyatakan oleh Awwal (1999).

Hipotesis empat yang diselidiki dalam penelitian ini bahwa penggunaan leverage memengaruhi kebijakan dividen. Karena nilai signifikansi 0,833 di IBM SPSS, leverage tidak melebihi ambang signifikansi 5%. Leverage tidak berdampak besar terhadap kebijakan dividen selama pandemi COVID-19, sehingga H_0 hipotesis empat gagal ditolak. Temuan penelitian ini membantah hipotesis empat, yang menurutnya kebijakan dividen pandemi COVID-19 dipengaruhi oleh leverage. Tingkat rasio leverage perusahaan tidak berpengaruh pada dividen yang dibayarkannya. Hal ini diduga karena peran krisis ekonomi akibat pandemi COVID-19 yang menyebabkan ketidakpastian, sehingga manajemen ingin mempertahankan kinerja keuangan perusahaan untuk menjaga kepentingan pribadi, prinsipal, atau kepentingan lainnya. Hal tersebut

sesuai dengan strategi kebijakan dividen kompromi seperti dinyatakan oleh Awwal (1999). Penemuan ini tidak sesuai dengan penelitian Ali (2021), Kristiani dan Viriany (2018) dan Ginting (2018), tetapi konsisten dengan hasil penelitian Hariyati dan Pangestuti (2021). Alasan lain yang memengaruhi pertimbangan pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen adalah kondisi lingkungan pandemi COVID-19, dimana perusahaan harus fokus menghadapi hutang daripada membayarkan dividen.

Pengaruh ukuran perusahaan manufaktur dalam sampel penelitian terhadap kebijakan dividen yang ditentukan di masa pandemi COVID-19 merupakan hipotesis lima yang digali dalam penelitian ini. Tabel 4.9 merangkum hasil pengolahan data IBM SPSS, yang menunjukkan bahwa nilai sig adalah 0,224 dan nilai beta adalah 0,144 tergantung pada ukuran organisasi. Nilai p lebih besar dari 0,05 mengesampingkan kemungkinan menerima hipotesis ke-5, dan karenanya H₀ hipotesis lima gagal ditolak. Ali (2021), Kristian dan Viriany (2018) dan Marbun (2018) tidak mencapai kesimpulan yang sama, tetapi Putri dan Wulanditya (2017) dan Kuswanta (2018) melakukannya (2016). Penelitian tidak menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berdampak pada kebijakan dividen selama pandemi COVID-19. Dengan kata lain, besarnya dividen yang diberikan kepada investor tidak tergantung pada ukuran perusahaan. Keadaan lingkungan yang dipengaruhi pandemi COVID-19 memengaruhi pengambilan keputusan baik perusahaan kecil dan besar. Hal tersebut sesuai dengan strategi kebijakan dividen kompromi seperti dinyatakan oleh Awwal (1999). Putri dan Wulanditya (2017) mengatakan alasan tidak ditemukan pengaruh yang signifikan dalam penelitiannya karena ukuran perusahaan tidak menjamin pembayaran dividen yang besar. Diantara sampel yang diobservasi Putri dan Wulanditya (2017) ditemukan perusahaan besar yang membayarkan dividen paling sedikit, sedangkan perusahaan kecil yang termasuk pembayar dividen yang besar. Ada elemen lain yang mungkin memengaruhi usaha kecil dan besar, seperti kondisi lingkungan. Pandemi COVID-19 adalah aspek lain yang dapat memengaruhi proses pengambilan keputusan baik di bisnis kecil maupun besar.

KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas menunjukkan pengaruh signifikan terhadap variabel dependen kebijakan dividen, sedangkan variabel *financial distress*, likuiditas, *leverage*, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini memiliki keterbatasan, dimana pada penelitian ini menemukan 20 perusahaan yang masuk dalam kategori outlier sehingga jumlah total sampel hanya 113. Serta, jumlah tahun observasi yang sempit berpotensi melemahkan kemampuan prefiktif z-score Altman.

. Berdasarkan keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini, saran yang dapat penulis sampaikan demi kesempurnaan penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Menambah metode penelitian lain seperti PLS atau regresi logistik untuk menambah keberagaman penelitian.
2. Menambah jumlah variabel independen yang lain dan alternatif pengukuran lain agar dapat menemukan faktor pengaruh lain terhadap kebijakan dividen di masa pandemi COVID-19

REFERENSI

- Ali, H. 2021. "Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries." *financial research letters*, Thn. 2022, Vol.46, h.1-8. doi:10.1016/j.frl.2021.102493
- Apriliyona, N., dan Asyik, N. F. 2020. "Pengaruh Likuiditas, Ukuran perusahaan, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen." *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Thn 2020, Vol. 9, No. 5, h.1-22.
- Arjana, I., dan Suputra, I. 2017. "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran perusahaan, dan Corporate Social Responsibility pada Kebijakan Dividen." *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Thn. 2017, Vol. 21, No. 3, h. 2021-2051.

- Atmaja, L. S. (2008). *Teori dan praktik manajemen keuangan*. Jakarta: Andi.
- Atmoko, Y., Defung, F., dan Tricahyadinata, I. 2017. "Pengaruh Return On Assets, Debt to Equity Ratio, dan Firm Size Terhadap Dividend Payout Ratio". *Universitas Mulawarman*, Thn. 2017, Vol. 14, No. 2, h.103-109
- Baker, K., dan Powell, G. 2012. "Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives." *Journal of Asia Business Studies*, Thn. 2012, Vol. 6, No. 1, h. 79-92. doi:10.1108/15587891211191399
- Bayu, K. 2018. "Pengaruh Financial Distress Terhadap Dividend Policy (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016)." *Airlangga Institutional Repositories*. Thn. 2019, Vol. 2, No. 2, h. 19-32
- Brigham, E. F., dan Houston, J. (2015). *Manajemen Keuangan Terjemahan*. Jakarta: Erlangga.
- Christianty, D. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Managerialm Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen." *Jurnal Bisnis dan akuntansi*. Thn. 2008, Vol. 10, No. 1, h. 47-58
- Cohen, G. 2009. Why do financially distressed firms pay dividends? *Applied Economics Letters*, Thn. 2009, Vol. 16, No. 12, h. 1201-1204.
- Daljono, dan Hardiatmo, B. 2013. "Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010)". *Diponegoro Journal Of Accounting*, Thn. 2013, Vol. 2, No. 1, h. 1-13.
- DeAngelo, H., dan DeAngelo, L. 1990. "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms." *The Journal Of Finance*, Thn. 1990, Vol. 45, no. 5, hal. 14115-1431, doi:10.2307/2328743
- Denis, D., dan Osobov, I. 2008. "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy." *Journal of Financial Economics elsevier*, Thn. 2008, Vol. 89, hal. 62-82.
- Eisenhardt, K. M. 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management.*", Thn. 1989, Vol. 14, No. 1, hal 57-74. doi:10.2307/258191
- Fakhrudin, H. M. (2008). *GO PUBLIC : Strategi Pendanaan Dan Peningkatan Nilai Perusahaan*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Ghozali, I. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ginting, S. 2018. "Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Leverage terhadap Kebijakan Deviden Pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016." *STIE Mikroskil*, Thn. 2018, Vol. 8, No. 2, h. 195-204.
- Hanafi, M. M., dan Halim, A. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Hariyanti, N., dan Pangestuti, I. R. 2021. "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Collateralizable Assets, dan Growth in Net Assets Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Firm Size, Firm Age, dan Board Size Sebagai variabel Kontrol." *Diponegoro Journal of Management*, Th. 2021, Vol. 10, No. 3, h. 1-15.
- Hashemi, S. A., dan Zadeh, F. Z. 2012. "The impact of financial leverage operating cash flow and size of company on the dividend policy (case study of Iran)." *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, Thn. 2012, vol. 3, no. 10, h. 264-270.
- Hauser, R. 2013. "Did dividend policy change during the financial crisis." *Managerial Finance*, Th. 2013, Vol. 39, no. 6, h.504-606 doi:10.1108/03074351311322861
- Jensen, M., dan Meckling, W. 1976. "Theory Of The Firm: Managerial behaviour, Agency Costs And Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* , Thn. 1976, Vol. 3, hal. 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X

- Krieger, K., Mauck, N., dan Pruitt, S. W. 202). "The impact of the COVID-19 pandemic on dividends." *Finance Research Letters*, Thn. 2021, No. 42, h. 1-7, doi:10.1016/j.frl.2020.101910
- Kurniawan, A. B., dan Firdausy, C. M. 2018. "Kinerja keuangan dan potensi kebangkrutan dari perusahaan transportasi pelayaran pada tahun 2013-2017." *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, Thn. 2018, Vol. 2, No. 6, hal. 89-95.
- Kuswanta, T. 2016. "Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks Kompas 100." *Jurnal Ilmu Manajemen*. Thn. 2016, Vol. 13, No. 3, h. 162-174.
- Lambrecht, B. M., dan Myers, S. C. 2012. "A Lintner Model of Payout and Managerial Rents." *The Journal of Finance*, Thn. 2012, Vol. 67, No. 5, h. 1761-1810.
- Lestari, K., Tanuatmodjo, H., & Mayasari. 2016. "Pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen." *Journal of Business Management and Entrepreneurship Education*, Thn. 2016, Vol. 1, No. 1, h. 242-247.
- Livoreka, B., Shala, A., Hetemi, A., Hoti, A., & Asllanaj, R. 2014. "Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo." *Procedia Economics and Finance*, Thn. 2014, Vol. 14, h. 387-396. doi:10.1016/S2212-5671(14)00727-8
- Marbun, D. (2018). "Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Business Model dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Di Indonesia." *Diponegoro Journal of Accounting*. Thn. 2020, Vol. 9, No. 4, h. 1-14.
- Mastuti, F., Saifi, M., dan Azizah, D. F. 2012. "Altman Z-Score Sebagai Salah Satu Metode Dalam Menganalisis Estimasi Kebangkrutan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Plastik dan Kemasan yang Terdaftar (Listing) di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010 sampai dengan 2012)." *Universitas Brawijaya*, Thn. 2013, Vol. 6, No. 1, h. 1-10.
- Mazur, M., Dang, M., dan Vo, T. 2020. "Dividend Policy and the COVID-19 Crisis". *MPRA*, Thn. 2021, No. 108765, h. 1-27.
- Mulianto, A., Wijaya, K., dan Jogi, Y. 2021. "Pengaruh Pandemi COVID-19 Terhadap Profitabilitas Perusahaan Industri Barang Konsumsi Subsektor Makanan & Minuman, Kosmetik & Rumah Tangga, Dan Obat-obatan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia." *Universitas Kristian Petra*.
- Mulianto, A., Wijaya, K., dan Jogi, Y. 2021. "Pengaruh Pandemi COVID-19 Terhadap Profitabilitas Perusahaan Industri Barang Konsumsi Subsektor Makanan dan Minuman, Kosmetik dan Rumah Tangga, dan Obat-Obatan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia." *Petra Christian University*. Thn. 2020, Vol. 8, No. 2, h. 13-25
- Munawir, S. (2007). *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Nur, T. 2018. "Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Firm Size Sebagai Pemoderasi (Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017)." *ESENSI*. Thn. 2018, Vol. 21, No. 2, h. 1-15.
- Platt, H. D., dan Platt, M. B. 2002. "Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias." *Journal of economics and finance*, Th. 2002, Vol. 36, No. 2, h. 184-199.
- Putri, C. A., dan Wulanditya, P. 2017. "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Food and Beverages Di Bursa Efek Indonesia." *STIE Perbanas Surabaya*. Thn 2017
- Ray, S. 2011. Assessing Corporate Financial Distress in Automobile Industry of India: An Application of Altman's Model. *Research Journal of Finance and Accounting*. Thn. 2011, Vol. 2, No. 3, h. 155-168.

- Riyanto, B. (2008). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: Yayasan Penerbit Gajah Mada.
- Riyanto, B. (2011). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Ross, S. A. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach." *The Bell Journal of Economics*, Thn. 1977, Vol 8, No. 1, h. 24-40.
- Rozeff, M. S. 1982. "Growth, Beta, And Agency Costs as Determinants of Dividend payout ratios." *The Journal of Financial Research*, Thn. 1982, Vol. 5, No. 3, h. 249-259. doi:10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x
- Rudianto. (2013). *Akuntansi Manajemen Informasi untuk Pengambilan Keputusan Strategis*. Jakarta: Erlangga.
- Sapitri, S., dan Suryani, E. 2017. "Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Deviden Dengan Profitabilitas Sebagai variabel intervening (studi empiris perusahaan LQ 45 yang terdaftar di BEI periode 2011-2015)." *Jurnal Riset Akuntansi Terpadu*, Thn. 2017, Vol. 10, No. 2, h. 270-279.
- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Setiawan, D., dan Phua, L. K. 2013. "Corporate governance and dividend policy in Indonesia." *Business Strategy Series*. Thn. 2013, Vol. 14, No. 5, h. 135-143 doi:10.1108/BSS-01-2013-0003
- Spence, M. 1973. "Job Market Signalling." *Oxford University Press*. Thn. 1973, Vol. 87, No. 3, h. 355-374. doi:10.2307/1882010
- Sugiyono. (2010). *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Suwardjono. (2014). *Teori Akuntansi Perekayasa Pelaporan Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Umam, K., Utami, A. A., Zahrudin, dan Maya. 2021. "Analisis Profitabilitas Industri Manufaktur Consumer Goods Sebelum Dan Di Saat Pandemi COVID-19 Di Indonesia." *Journal Of Applied Business and Economic (JABE)*. Thn. 2021, Vol. 8, No. 2, h. 146-158.
- Wachowicz, J. M., dan Van Horne, J. C. (2011). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Weston, J. F., dan Copeland, T. E. (2010). *Manajemen Keuangan Jilid 2*. Jakarta: Binarupa Askara.
- Wicaksono, S., dan Nasir, M. 2014. "Faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2011-2013." *Diponegoro journal of accounting*, Thn. 2014, Vol. 3, No. 4, h. 1-13.
- Yusof, Y., dan Ismail, S. (2016). "Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia." *Review of International Business and Strategy*. Thn. 2016, Vol. 26, No. 1, h. 88-99. *Emerald*. doi:10.1108/RIBS-02-2014-0030