



## KRISIS COVID-19 SEBAGAI PREDIKTOR KEBIJAKAN DIVIDEN: BUKTI DARI PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI DASAR DAN KIMIA

Restiana Ie Tjoe Linggadjaya<sup>1,2\*</sup>, Apriani Dorkas Rambu Atahau<sup>3</sup>

### AFILIASI:

<sup>1</sup>Mahasiswa Program Doktor Manajemen, Universitas Pelita Harapan, Tangerang, Indonesia

<sup>2</sup> Program Studi Manajemen, STIE Jakarta International College, Jakarta Pusat, Indonesia

<sup>3</sup>Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana, Salatiga, Indonesia

### \*KORESPONDENSI:

01617210022@student.uph.edu

THIS ARTICLE IS AVAILABLE IN: <https://e-journal.umc.ac.id/index.php/JPK>

DOI: [10.32534/jpk.v10i3.4362](https://doi.org/10.32534/jpk.v10i3.4362)

### CITATION:

Linggadjaya, R., & Atahau, A. (2023). KRISIS COVID-19 SEBAGAI PREDIKTOR KEBIJAKAN DIVIDEN: BUKTI DARI PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI DASAR DAN KIMIA. *Jurnal Proaksi*, 10(3), 298 - 308. <https://doi.org/10.32534/jpk.v10i3.4362>

### Riwayat Artikel :

#### Artikel Masuk:

7 Juli 2023

#### Di Review:

12 Juli 2023

#### Diterima:

7 Agustus 2023

### Abstrak

Penelitian ini mengkaji dampak krisis akibat COVID-19 terhadap kebijakan dividen, yang secara spesifik mengkaji perusahaan sektor industri dasar dan kimia di Indonesia. Periode penelitian yang ditetapkan adalah tahun 2014 – 2020. Purposive sampling technique adalah metode penarikan sampel yang digunakan. Sampel yang terkumpul adalah 39 perusahaan, dengan total 273 unit observasi. Instrumen analisis statistik yang digunakan adalah regresi data panel dinamis dengan pendekatan metode FD-GMM. Hasil penelitian yang didapatkan adalah krisis COVID-19 terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut menggambarkan bahwa pada saat krisis, perusahaan sektor industri dasar dan kimia di Indonesia cenderung menekan, bahkan menghilangkan dividen yang dibagikan. Hasil ini memberikan kontribusi kepada perusahaan sektor industri dasar dan kimia untuk menekan pembagian dividen selama krisis untuk bertahan hidup. Selain itu, investor perlu mempertimbangkan instrumen investasi saham perusahaan sektor ini untuk mendapatkan pengembalian berupa dividen yang optimal selama periode krisis secara optimal

**Keywords:** Krisis; COVID-19; Kebijakan Dividen; Industri Dasar; Industri Kimia

### Abstract

This study examines the impact of the COVID-19 crisis on dividend policy, specifically examining basic and chemical industry in Indonesia. The research was conducted from 2014 to 2020 using purposive sampling technique. The sample collected was 39 companies, with a total of 273 observation units. The statistical analysis instrument used is dynamic panel data regression with FD-GMM method approach. The research result is that the COVID-19 crisis had a positive effect on dividend policy. In times of crisis, companies in the basic and chemical industry in Indonesia tend to suppress, even eliminate dividends distributed. This result contributes to the basic industrial and chemical companies to suppress dividend distribution during the crisis in order to survive. In addition, investors need to consider stock investment instruments of this sector for dividends as part of the returns during crisis optimally.

**Keywords:** Crisis; COVID-19; Dividend Policy; Basic Industry; Chemical Industry

## PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 terjadi secara global di tahun 2020 dan berdampak hampir ke semua negara, termasuk di Indonesia. Kondisi ini diawali oleh virus COVID-19 yang mewabah di Wuhan, Republik Rakyat Tiongkok, kemudian menyebar hampir di seluruh negara (Liu et al., 2020). Hal tersebut menimbulkan kebijakan yang dikeluarkan oleh Organisasi Kesehatan Dunia untuk memberlakukan status pandemi. Selain itu, pemerintah di Indonesia memberlakukan kebijakan pembatasan pergerakan orang untuk mencegah penyebaran virus COVID-19. Pemberlakuan ini kemudian berdampak negatif pada siklus bisnis di Indonesia (Peraturan Gubernur Daerah Khusus Ibukota Jakarta Nomor 33 Tahun 2020 Tentang Pembatasan Sosial Berskala Besar, 2020; Iman et al., 2021).

Pembatasan pergerakan orang yang berdampak terhadap pergerakan barang menyebabkan rantai produksi bisnis terhambat. Secara makro tergambar dengan nilai produk domestik bruto yang turun hingga tingkat -2,07% dan menandakan bahwa Indonesia telah masuk ke fase krisis (Tinungki, Hartono, et al., 2022). Selain itu, inflasi di tahun 2020 turun hingga level 1,68% dibandingkan tahun-tahun sebelumnya. Hal ini menandakan bahwa pada periode tersebut peredaran uang cenderung melambat. Hal ini diduga karena terbatasnya aktifitas masyarakat sehingga cenderung untuk tidak membelanjakan uangnya, sehingga perekonomian terhambat. Kondisi tersebut juga ditandai oleh kejatuhan pasar saham yang terepresentasikan dengan kejatuhan harga indeks harga saham gabungan di tahun 2020 (Tinungki, Robiyanto, et al., 2022).

Saham sebagai instrumen investasi yang memiliki pengembalian berupa dividen menjadi pertanyaan selama krisis akibat pandemi COVID-19. Fenomena krisis yang terjadi memberikan sebuah pandangan bahwa pada masa krisis tahun 2020, perusahaan harus bertahan hidup atas ketidakpastian berakhirnya pandemi, yang merupakan celah awal berakhirnya krisis (Cejnek et al., 2021). Menurut *pecking order theory* (Fumei & Doku, 2013), perusahaan yang memprioritaskan permodalan internal akan memperbesar laba ditahan dibandingkan permodalan eksternal yang memiliki risiko yang lebih besar. Kondisi ini memungkinkan perusahaan untuk menekan bahkan menghilangkan tingkat dividen di saat ketidakpastian krisis.

Terutama pada perusahaan sektor industri dasar dan kimia yang bagian dari perusahaan manufaktur yang cenderung melakukan investasi aset. Hal ini dikarenakan perusahaan sektor tersebut secara aktif melakukan produksi barang. Kondisi menunjukkan bahwa perusahaan sektor ini memiliki *investment opportunity* yang lebih tinggi untuk kegiatan produksinya (Hartono & Robiyanto, 2023; Wahjudi, 2020). Selanjutnya, hal yang menarik adalah bagaimana perilaku kebijakan dividen perusahaan sektor industri dasar dan kimia dalam menghadapi krisis?

Data statistik deskriptif yang didapatkan bahwa terdapat 39 perusahaan sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari 39 perusahaan sektor ini, terdapat 20 perusahaan yang membagikan dividen lebih besar di tahun 2020 pada saat krisis, jika dibandingkan tahun 2019. Hal ini didukung oleh *dividend signaling theory* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung akan meningkatkan tingkat dividen yang dibagikan untuk menjaga sinyal positif kepada pasar atas kinerjanya. Selanjutnya, sebanyak 13 perusahaan membagikan dividen pada tingkat yang sama di tahun 2020, jika dibandingkan tahun 2019. Selain itu, terdapat 6 perusahaan yang membagikan dividen pada tingkat yang lebih rendah di tahun 2020 jika dibandingkan tahun 2019, bahkan tidak membagikan dividen di tahun tersebut.

Data statistik deskriptif lainnya juga didapatkan dari nilai rata-rata *dividend per share* (DPS) pada 39 perusahaan sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di BEI. Nilai DPS yang didapatkan adalah 76,24 di tahun 2014; 34,74 di tahun 2015; 81,85 di tahun 2016; 40,49 di tahun 2017; 57,36 di tahun 2018; 36,31 di tahun 2019; dan 44,89 di tahun 2020. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai DPS di tahun 2020 mengalami peningkatan. Hal ini menunjukkan bahwa secara deskriptif nilai dividen yang

dibagikan selama krisis mengalami peningkatan. Sehingga, kebijakan dividen ditetapkan secara positif dalam perspektif statistik deskriptif di masa krisis COVID-19.

Abdulkadir, Abdullah, & Woei-Chyuan (2015); Hauser (2013); dan Lim (2016) melaporkan fenomena terdapat penekanan, bahkan penghilangan dividen yang didistribusikan selama krisis. Selanjutnya, Krieger et al. (2021) melaporkan bagaimana dampak krisis yang secara spesifik pada krisis COVID-19 berdampak terhadap perusahaan yang menetapkan kebijakan dividen secara negatif. Selain itu, Hartono et al. (2023) melaporkan perusahaan sektor real estate, properti, dan konstruksi bangunan menetapkan kebijakan dividen secara negatif selama krisis. Penelitian sebelumnya belum ada yang mengkaji dampak krisis COVID-19 terhadap kebijakan dividen, secara spesifik bagi perusahaan sektor industri dasar dan kimia di Indonesia. Sektor industri ini dianggap penting karena bagian dari sektor industri manufaktur yang berkontribusi besar terhadap perekonomian Indonesia (Hartono et al., 2020).

Oleh sebab itu, penelitian ini mengkaji dampak krisis COVID-19 terhadap kebijakan dividen di perusahaan sektor industri dasar dan kimia di Indonesia. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi data panel dinamis dengan metode estimasi *first-difference generalized method of moments* (FD-GMM). Instrumen analisis ini digunakan untuk membentuk estimasi parameter yang konsisten dan tidak terbias dengan variabel instrumen yang diposisikan sebagai variabel kontrol (Biørn, 2017; Dessy & Setiawan, 2016). Selain itu, untuk membentuk kompleksitas model empiris untuk menguji konsistensi variabel utama, pengujian ditambahkan variabel kontrol yang bersifat postulat.

## KAJIAN PUSTAKA

Dalam perspektif *pecking order theory*, perusahaan akan memprioritaskan sumber permodalan internal. Sumber permodalan internal yang dimiliki perusahaan adalah berasal dari *net income* yang ditahan sebagai *retained earnings* (Dewasiri et al., 2019). Sumber permodalan tersebut ditahan untuk kebutuhan investasi selanjutnya yang diharapkan memberikan *return* yang menguntungkan. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki *investment opportunity* yang tinggi akan ideal untuk meningkatkan laba ditahan untuk mendapatkan *return* yang lebih baik (Hartono, Sari, et al., 2021; Mui & Mustapha, 2016).

Setelah sumber permodalan internal, perusahaan akan memprioritaskan utang yang dijamin atau berisiko. Sebelum menyentuh aspek ekuitas, perusahaan akan lebih memprioritaskan sumber ini. Selanjutnya, perusahaan yang cenderung memprioritaskan sumber permodalan internal dari pada eksternal karena sumber eksternal memiliki biaya modal yang tinggi, seperti penerbitan saham atau pun obligasi. Selain itu, sumber permodalan tersebut memiliki risiko yang cenderung lebih tinggi dibandingkan internal (Dewasiri et al., 2019; Myers, 1984).

Pada kondisi krisis, perusahaan dihadapi kondisi ketidakpastian. Ketidakpastian ini juga diperparah oleh pandemi COVID-19 yang hingga akhir tahun 2020 belum pasti kapan berakhirnya. Kondisi ini mengarahkan perusahaan-perusahaan untuk mencari cara bertahan hidup hingga berakhirnya pandemi dan krisis berakhir. Selain rantai produksi bisnis yang terhambat sehingga profitabilitas perusahaan yang menurun, perusahaan dihadapkan atas ketidakpastian tersebut dan berusaha agar perusahaan mampu bertahan hidup dan bisnisnya berkelanjutan (Damodaran, 2015; Hartono et al., 2023).

Perusahaan-perusahaan publik juga dihadapkan dengan kondisi yang sama, jadi perlu menetapkan strategi-strategi kebijakan tertentu untuk menjaga perusahaannya ditengah krisis yang terjadi. Perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia juga terdampak oleh krisis, sebagaimana diperlihatkan oleh kejatuhan harga indeks saham gabungan. Oleh sebab itu, salah satu kebijakan yang penting ditetapkan untuk menjaga keberlanjutan bisnis perusahaan dalam kondisi krisis adalah kebijakan dividen (Hauser, 2013; Krieger et al., 2021)

Pada saat kondisi krisis, perusahaan akan cenderung menekan tingkat dividen atau bahkan menghilangkannya. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan perlu sumber permodalan internal

yang cenderung memiliki risiko yang lebih aman dan memiliki aksesibilitas permodalan yang mudah, yaitu laba ditahan yang bersumber dari *net income*. Hal ini menunjukkan bahwa, pada saat kondisi krisis, akan berdampak pada kebijakan dividen yang bersifat negatif (Abdulkadir et al., 2015; Hauser, 2013).

Hauser, 2013 dan Reddemann et al. (2010) melaporkan bahwa pada saat krisis, perusahaan cenderung untuk menekan atau bahkan menghilangkan kebijakan dividen. Selanjutnya, Abdulkadir et al., 2015; dan Lim (2016) melaporkan hasil yang sama bahwa pada saat kondisi krisis, perusahaan cenderung menetapkan kebijakan dividen yang negatif. Krieger et al. (2021) membuktikan secara empiris bahwa pada saat krisis COVID-19, perusahaan melakukan penetapan kebijakan dividen yang menurun atau bahkan menghilangkan dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham. Bahkan, Hartono et al. (2023) juga membuktikan hasil yang sama terhadap perusahaan sektor real estate, properti, dan konstruksi bangunan di Indonesia.

Beberapa penelitian mengukur krisis dengan produk domestik bruto (PDB), sebagaimana digunakan oleh Hartono & Raya (2022); Romus et al. (2020); Tinungki, Hartono, et al. (2022); dan Tinungki, Robiyanto, et al. (2022). Pada saat krisis, PDB akan mengalami penurunan, sebagaimana nilai PDB di Indonesia tahun 2020 adalah -2,07%. PDB dapat merepresentasikan kondisi krisis sebagaimana dibuktikan oleh Tinungki, Hartono, et al. (2022), bahwa terdapat korelasi yang nyaris sempurna antara proksi PDB dengan *dummy variabel* untuk kondisi krisis dan tidak krisis akibat pandemi COVID-19. Semakin rendah PDB, maka perusahaan cenderung untuk menurunkan tingkat dividen yang dibagikan, dan berlaku sebaliknya. Oleh sebab itu, berdasarkan dasar rasional dan penelitian-penelitian yang dilaporkan, diduga bahwa produk domestik bruto (PDB) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

## METODE PENELITIAN

Penelitian kuantitatif adalah pendekatan dari penelitian ini. Uji hubungan kausalitas dilakukan berdasarkan hipotesis yang dikembangkan. Penelitian ini menguji hubungan kausalitas dari krisis COVID-19 terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor industri dasar dan kimia di Indonesia. Periode penelitian yang ditetapkan adalah tahun 2014 – 2020, dengan justifikasi bahwa 2014 – 2019 adalah periode pre-krisis dan tahun 2020 adalah periode terjadinya krisis. *Purposive sampling technique* digunakan untuk penarikan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu. (Sekaran & Bougie, 2016). Kriteria yang ditetapkan adalah sampel masuk sebagai perusahaan sektor industri dasar dan kimia, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, perusahaan minimal satu kali membagikan dividen selama periode penelitian, serta tidak mengalami penghapusan saham perusahaan dan penawaran saham perdana di bursa efek selama periode penelitian. Jumlah sampel yang memenuhi syarat adalah 39 perusahaan, dan jumlah periode waktu observasi adalah selama tujuh tahun, sehingga terdapat 273 unit observasi yang di analisis. Data penelitian adalah data sekunder yang berasal dari laporan keuangan yang dipublikasikan serta berasal dari badan pusat statistik untuk variabel makroekonomi. Variabel-variabel utama penelitian ini adalah krisis akibat COVID-19 dan kebijakan dividen, dengan variabel instrumen dan beberapa variabel postulat yang ditempatkan sebagai variabel kontrol untuk membentuk kompleksitas model empiris yang tinggi, guna menguji konsistensi variabel utama pada model. Variabel-variabel kontrol tersebut adalah profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, *investment opportunity*, dan usia perusahaan (Raphael, 2018; Saeed et al., 2014; Singla & Samanta, 2018; Tinungki, Hartono, et al., 2022; Yusof & Ismail, 2016) Variabel-variabel yang diuji dimuat pada tabel 1.

Tabel 1. Variabel-Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel	Pengukuran	Formulasi	Sumber
Kebijakan Dividen	Dividend per Share (DPS)	$DPS = \frac{Total\ Dividend}{Outstanding\ Shares}$	Ranjee et al. (2018); Singla & Samanta (2018)
Krisis COVID-19	Produk Domestik Bruto (GDP)	Pertumbuhan tahunan PDB Indonesia	Hartono & Raya (2022); Romus et al. (2020)
Profitabilitas	Earning per Share (EPS)	$EPS = \frac{Net\ Income}{Outstanding\ Shares}$	Sharma & Bakshi (2019); Yusof & Ismail (2016)
Leverage	Debt to Equity Ratio (DER)	$DER = \frac{Total\ Liability}{Total\ Equity}$	Akhmadi & Robiyanto (2020); Hartono et al. (2021)
Ukuran Perusahaan	Total Aset (TA)	$TA = \ln(Total\ Assets)$	Ranjee et al. (2018); Singla & Samanta (2018)
Investment Opportunity	Market Price to Book Value Ratio (PBR)	$PBR = \frac{Market\ Stock\ Price}{Book\ Value}$	Sharma & Bakshi (2019); Singla & Samanta (2018)
Usia Perusahaan	Usia Perusahaan (AGE)	AGE = Usia Perusahaan	Muchtar et al. (2020); Tinungki, Hartono, et al. (2022)
Past Dividend	Lagged-1 of Dividend per Share (L.DPS)	$L.DPS = DPS_{i,t-1}$	Bostanci et al. (2018); Hartono & Raya (2022)

Instrumen analisis statistik yang digunakan adalah regresi data panel dinamis dengan metode estimasi *first-difference generalized method of moments* (FD-GMM) (Biørn, 2017; Tinungki, 2019). Justifikasi penggunaan alat analisis ini karena relevansi kebijakan dividen yang mengestimasi variabel instrumen, yaitu *lagged-1* dari variabel dependen. Kebijakan dividen periode sebelumnya secara postulat terbukti mempengaruhi kebijakan dividen periode sekarang, dan regresi data panel dinamis mengakomodasi variabel tersebut dengan membentuk estimasi parameter dan konsisten dan tidak berbias (Hartono & Raya, 2022; Hartono & Robiyanto, 2023).

Estimasi parameter menggunakan program STATA versi 14 dan SPSS versi 22. Langkah estimasi dilakukan dengan dua tahap. Tahap pertama adalah uji spesifikasi model dengan menggunakan tiga pengujian, yaitu uji validitas instrumen dengan uji sargan, uji konsistensi parameter dengan uji arellano-bond, dan uji ketidakbiasan dengan membandingkan parameter antara metode FD-GMM, LSDV-Robust, dan OLS-Robust. Selanjutnya, uji signifikansi parameter dilakukan dengan dua pengujian, yaitu uji simultan dengan uji wald, dan uji parsial dengan uji Z. Oleh sebab itu, model empiris penelitian ini adalah:

$$DPS_{i,t} = \alpha_{i,t} + \delta DPS_{i,t-1} + \beta_1 GDP_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 DER_{i,t} + \beta_4 TA_{i,t} + \beta_5 PBR_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Di mana,

- $DPS_{i,t}$  : *dividend per share* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $DPS_{i,t-1}$  : *dividend per share* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t-1*;  
 $GDP_{i,t}$  : *gross domestic product* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $EPS_{i,t}$  : *earning per share* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $DER_{i,t}$  : *debt to equity ratio* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $TA_{i,t}$  : *total aset* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $PBR_{i,t}$  : *market price to book value ratio* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $AGE_{i,t}$  : *usia perusahaan* pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $\alpha_{i,t}$  : konstanta pada unit ke-*i* dan waktu ke-*t*;  
 $\delta$  : koefisien variabel instrumen;  
 $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_6$  : koefisien prediktor;

$\varepsilon_{i,t}$  : error model regresi pada unit ke- $i$  dan waktu ke- $t$ ;

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hasil Penelitian

Hasil analisis statistik deskriptif tersaji di tabel 2. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai minimal GDP sebesar -0.0207% adalah nilai GDP di tahun 2020. Nilai GDP tertinggi selama periode observasi adalah sebesar 0.0517 di tahun 2018. Selanjutnya, kondisi disperse data untuk proksi GDP adalah bersifat equidisersi, sedangkan proksi GDP adalah bersifat overdispersi (Hartono, Tinungki, et al., 2021; Sáez-Castillo & Conde-Sánchez, 2013). Oleh sebab itu, sifat persebaran data untuk proksi DPS adalah cenderung bersifat heterogen, dibandingkan proksi GDP yang memiliki sifat lebih homogen.

**Tabel 2.** Statistik Deskriptif

Proksi Variabel	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
DPS	0.0000	1350.0850	53.1262	150.8054
GDP	-0.0207	0.0517	0.0402	0.0249
EPS	-	2975.4503	157.1151	344.8496
	993.0576			
DER	0.0770	7.9888	0.9829	0.9471
TA	11.8040	18.6575	14.9672	1.6776
PBR	0.0550	11.0508	1.5253	1.5661
AGE	18	68	38.56	9.2290

Sumber: Data diolah, 2023

Analisis korelasi pearson antar variabel disajikan pada tabel 3. Korelasi pearson di antara GDP dan EPS adalah 0.023, hal ini menandakan bahwa korelasi antara dua proksi tersebut sangat lemah. Selanjutnya, korelasi antara variabel-variabel independen menunjukkan korelasi dengan koefisien di bawah 0.75, sehingga tidak terdapat multikolinieritas di dalam model regresi yang diestimasi.

**Tabel 3.** Korelasi Pearson

Proksi Variabel	DPS	GDP	EPS	DER	TA	PBR	AGE
DPS	1.000						
GDP	0.023	1.000					
EPS	0.514**	0.080	1.000				
DER	-0.144**	0.021	0.225**	1.000			
TA	0.300**	-0.040	0.320**	0.191**	1.000		
PBR	0.214**	0.021	0.082	-0.098	0.305**	1.000	
AGE	-0.007	-0.130*	0.092	0.082	0.285**	-0.085	1.000

Sumber: Data diolah, 2023

Keterangan: (\*) adalah signifikan pada level 5%, dan (\*\*) adalah signifikan pada level 1%.

Estimasi parameter model empiris menggunakan regresi data panel dinamis dengan metode estimasi *first-difference generalized method of moments* (FD-GMM). Tabel 4 menyajikan uji validitas instrumen dengan uji sargan dan uji konsistensi parameter dengan uji arellano bond, yang merupakan uji signifikansi model. Hasil uji sargan menunjukkan hasil  $p$ -value  $\chi^2 = 0.2000 > 5\%$ , sehingga keputusan ujinya adalah gagal menolak  $H_0$ , dan kesimpulannya instrumen bersifat valid. Selanjutnya, uji konsistensi parameter dengan uji arellano bond didapatkan hasil pada orde 2 adalah  $p$ -Value =  $0.8851 > 5\%$ , sehingga keputusan ujinya adalah gagal menolak  $H_0$ , dan kesimpulannya adalah tidak terdapat korelasi antara error pada periode  $t$  dengan  $t+2$  dan parameter bersifat konsisten.



Tabel 4. Uji Sargan dan Uji Arellano Bond

Uji Sargan	Hasil	Uji Arellano Bond	z	p-Value
$\chi^2$	18.15187	Orde 1	-1.2332	0.2175
p-Value $\chi^2$	0.2000	Orde 2	0.14451	0.8851

Sumber: Data diolah, 2023

Uji spesifikasi model yang ketiga adalah uji ketidakbiasan yang disajikan pada tabel 5. Uji ketidakbiasan dilakukan dengan membandingkan koefisien pengaruh  $Y_{i,t-1}$  pada estimasi model FD-GMM, LSDV robust, dan OLS robust. Hasil yang didapatkan adalah koefisien pada LSDV robust adalah -0.299, koefisien pada FD-GMM adalah -0.295, dan pada OLS robust adalah 0.398. Hasil ini menunjukkan bahwa LSDV robust < FD-GMM < OLS robust, sehingga estimasi FD-GMM tidak melanggar asumsi ketidakbiasan. Berdasarkan tiga pengujian spesifikasi model, dapat disimpulkan bahwa estimasi parameter bersifat konsisten dan tidak bias. Selanjutnya dilakukan uji signifikansi parameter terhadap model FD-GMM, yaitu uji simultan yang dilakukan dengan uji Wald  $\chi^2$ . Hasil tersebut disajikan juga pada tabel 5. Hasil yang didapatkan dari uji tersebut adalah p-Value Wald  $\chi^2 = 0.000 < 5\%$ , sehingga diberi kesimpulan bahwa minimal ada prediktor yang berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen di dalam estimasi model

Tabel 5. Estimasi Parameter dengan FD-GMM, LSDV Robust, dan OLS Robust

Proksi	LSDV Robust		FD-GMM		OLS Robust	
	Parameter	p-Value (one-tailed)	Parameter	p-Value (one-tailed)	Parameter	p-Value (one-tailed)
Konstanta	-243.518	0.251	49.347	0.389	-23.096	0.332
$DPS_{i,t-1}$	-0.299	0.003***	-0.295	0.000***	0.398	0.001***
$GDP_{i,t}$	-38.730	0.373	46.099	0.069*	-187.122	0.136
$EPS_{i,t}$	0.153	0.011**	0.230	0.000***	0.161	0.003***
$DER_{i,t}$	-29.625	0.123	-32.551	0.008***	-16.005	0.035**
$TA_{i,t}$	30.890	0.142	-4.812	0.347	5.156	0.099*
$PBR_{i,t}$	2.256	0.278	2.489	0.055*	3.552	0.162
$AGE_{i,t}$	-3.819	0.129	1.499	0.088*	-0.808	0.081*
$R^2$	0.0495		-----		0.5385	
Adj- $R^2$	0.0201		-----		0.5242	
F-Stat	5.06	0.0004 (two-tailed)	-----		8.72	0.000 (two-tailed)
Wald $\chi^2$	-----		35464.86	0.000 (two-tailed)	-----	

Sumber: Data diolah, 2023

Keterangan: (\*) adalah signifikan pada level 10%, (\*\*) adalah signifikan pada level 5%, dan (\*\*\*) adalah signifikan pada level 1%.

## PEMBAHASAN

Hasil uji parsial pada pengaruh  $GDP$  terhadap  $DPS$  menunjukkan hasil terhadap pengaruh positif yang signifikan pada level 10%. Hasil tersebut membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif krisis COVID-19 terhadap kebijakan dividen, yang terbukti secara empiris untuk perusahaan industri dasar dan kimia di Indonesia. Hasil ini mengilustrasikan bahwa semakin meningkat tingkat GDP di Indonesia yang menandakan pertumbuhan perekonomian yang semakin baik, maka semakin tinggi pula tingkat dividen yang dibagikan perusahaan. Sebaliknya, semakin rendah tingkat GDP di Indonesia yang menandakan kondisi perekonomian yang sedang krisis seperti di tahun 2020, maka dividen yang dibagikan oleh perusahaan industri dasar dan kimia di Indonesia akan cenderung menurun, bahkan menghilangkan dividen yang dibagikan (Abdulkadir et al., 2015; Krieger et al., 2021). Hasil tersebut

sejalan dengan penelitian yang dilakukan [Abdulkadir et al. \(2015\)](#); [Hauser, 2013](#); [Lim, 2016](#); dan [Reddemann et al. \(2010\)](#). Hal ini pun sejalan dengan hasil yang spesifik bagi kondisi krisis akibat pandemi COVID-19 yang dilaporkan [Hartono et al. \(2023\)](#); dan [Krieger et al. \(2021\)](#). Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk menekan tingkat dividen, atau menghilangkan dividen yang dibagikan untuk bertahan hidup selama krisis.

Hasil penelitian ini didukung oleh beberapa variabel kontrol. Pertama,  $DPS_{i,t-1}$  yang merupakan proksi dari dividen tahun sebelumnya menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa dividen yang ditetapkan tahun ini adalah lebih rendah dari tahun sebelumnya, dan penetapan dividen tahun depan adalah lebih rendah dari tahun sekarang. Kondisi tersebut mendukung bahwa penetapan dividen di tahun 2019 adalah lebih tinggi dibanding tahun 2020 yang mengalami penurunan ([Hartono & Raya, 2022](#); [Tinungki, Robiyanto, et al., 2022](#)). Kedua,  $EPS_{i,t}$  yang merupakan proksi dari profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini mendukung bahwa pada saat krisis, profitabilitas perusahaan cenderung rendah dan ketika memiliki pengaruh positif maka dividen di tahun krisis juga menurun. Pengaruh langsung krisis terhadap kebijakan dividen secara positif juga secara konsisten menunjukkan bahwa saat kondisi ekonomi melemah, maka dividen juga melemah. Kondisi ini sejalan dengan penelitian yang dilaporkan ([Hartono et al., 2023](#)).

## KESIMPULAN

Hasil penelitian ini memberi kesimpulan bahwa terdapat pengaruh positif krisis akibat pandemi COVID-19, yang diproksikan dengan GDP, terhadap kebijakan dividen, yang spesifik pada sektor industri dasar dan kimia di Indonesia. Hasil ini mengilustrasikan bahwa pada saat krisis akibat pandemi COVID-19 tahun 2020, perusahaan sektor industri dasar dan kimia menetapkan kebijakan dividen secara negatif, atau mengurangi, atau bahkan menghilangkan dividen yang dibagikan. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan [Tinungki, Robiyanto, et al. \(2022\)](#); [Hartono & Raya \(2022\)](#); dan [Tinungki, Hartono, et al. \(2022\)](#). Selain itu, penelitian ini merupakan *sub-sample robustness checking* dari studi yang dilakukan [Hartono & Raya \(2022\)](#) yang mengkaji sektor industri manufaktur, di mana sektor ini adalah masuk di antara dua sektor lainnya. Hasil penelitian ini menegaskan bahwa walaupun secara umum perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung untuk meningkatkan dividen di saat krisis COVID-19, tetapi sektor industri dasar dan kimia di dalamnya cenderung untuk menetapkan kebijakan dividen secara negatif untuk bertahan hidup di tengah ketidakpastian krisis.

## IMPLIKASI

Penelitian ini memberikan implikasi kepada perusahaan sektor industri dasar dan kimia di Indonesia untuk menetapkan kebijakan dividen secara negatif di kondisi krisis untuk bertahan hidup. Perusahaan sektor industri ini yang memiliki karakteristik dengan *investment opportunity* yang tinggi ([Hartono & Robiyanto, 2023](#)), sehingga relevan untuk menekan atau bahkan menghilangkan dividen pada kondisi krisis. Selanjutnya, bagi para investor dapat mempertimbangkan kebijakan dividen untuk perusahaan sektor industri dasar dan kimia di Indonesia di masa krisis. Dengan tujuan mendapatkan pengembalian dari investasi saham berupa dividen di perusahaan sektor ini, perlu dipertimbangkan secara cermat untuk perusahaan sektor industri ini apakah bersifat optimal untuk memberikan pengembalian dividen di saat krisis.

## SARAN

Keterbatasan penelitian ini adalah penelitian ini hanya mengkaji hingga krisis tahun 2020. Penelitian selanjutnya dapat mengkaji hingga tahun 2021, di mana kondisi GDP di Indonesia mengalami peningkatan pada tingkat 3,69%. Oleh sebab itu, penelitian ini menyarankan untuk mengembangkan penelitian ini hingga sesudah tahun 2020 untuk mengkaji kebijakan dividen yang



lebih komprehensif. Selain itu, penelitian ini dapat dikembangkan dengan menguji pengaruh krisis terhadap kebijakan dividen dengan proksi pengukuran lainnya, seperti menggunakan *binary dummy variable*, seperti yang telah dilakukan Sari (2017) dan Tinungki, Robiyanto, et al. (2022).

## REFERENCE

- Abdulkadir, R. I., Abdullah, N. A. H., & Woei-Chyuan, W. (2015). Dividend policy changes in the pre-, mid-, and post-financial crisis: evidence from the nigerian stock market. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 11(2), 103–126. [http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol11-2-2015/aamjaf110215\\_05.pdf](http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol11-2-2015/aamjaf110215_05.pdf)
- Akhmadi, A., & Robiyanto, R. (2020). The Interaction Between Debt Policy, Dividend Policy, Firm Growth, and Firm Value. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 699–705. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.699>
- Biørn, E. (2017). *Econometrics of Panel Data: Methods and Applications* (1st ed.). Oxford University Press.
- Bostanci, F., Kadioglu, E., & Sayilgan, G. (2018). Determinants of Dividend Payout Decisions: A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish Stock Market. *International Journal of Financial Studies*, 6(4), 93. <https://doi.org/10.3390/ijfs6040093>
- Cejnek, G., Randl, O., & Zechner, J. (2021). The COVID-19 Pandemic and Corporate Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(7), 2389–2410. <https://doi.org/10.1017/S0022109021000533>
- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance Fourth Edition* (4th ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Dessy, N., & Setiawan, S. (2016). Pemodelan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Menggunakan Data Panel Dinamis dengan Pendekatan Generalized Method of Moment Arellano-Bond. *Jurnal Sains Dan Seni Its*, 5(2), 205–210. <https://doi.org/10.12962/j23373520.v5i2.16545>
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Fumey, A., & Doku, I. (2013). Dividend payout ratio in Ghana: Does the pecking order theory hold good? *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, 2(2), 616–637. [www.globalbizresearch.com](http://www.globalbizresearch.com)
- Peraturan Gubernur Daerah Khusus Ibukota Jakarta Nomor 33 Tahun 2020 tentang Pembatasan Sosial Berskala Besar, Jakarta Government Website 19 (2020). [https://jdih.jakarta.go.id/uploads/default/produkhukum/PERGUB\\_NO\\_33\\_TAHUN\\_20204.pdf](https://jdih.jakarta.go.id/uploads/default/produkhukum/PERGUB_NO_33_TAHUN_20204.pdf)
- Hartono, P. G., Lestari, H. S., Wijaya, R., Hartono, A. B., & Tinungki, G. M. (2020). Likuiditas sebagai Prediktor Profitabilitas: Sebuah Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur. *DERIVATIF: Jurnal Manajemen*, 14(2), 126–137. <https://doi.org/10.24127/jm.v14i2.475>
- Hartono, P. G., & Raya, M. Y. (2022). COVID-19 Pandemic, Dividend Policy, and Stock Market Reaction: Evidence from the Manufacturing Companies in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(4), 758–778. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v26i4.8226>
- Hartono, P. G., & Robiyanto, R. (2023). Factors affecting the inconsistency of dividend policy using dynamic panel data model. *SN Business & Economics*, 3(2), 53. <https://doi.org/10.1007/s43546-023-00431-6>
- Hartono, P. G., Sari, W. R., Tinungki, G. M., Jakaria, & Hartono, A. B. (2021). The Determinants of Dividend Policy: an Empirical Study of Inconsistent Distribution of Dividends using Balanced Panel Data Analysis. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 36(2), 89–106. <https://doi.org/10.24856/mem.v36i2.2023>

- Hartono, P. G., Tinungki, G. M., Jakaria, J., Hartono, A. B., Hartono, P. G., & Wijaya, R. (2021). Overcoming Overdispersion on Direct Mathematics Learning Model Using the Quasi Poisson Regression. *The 1st International Conference on Mathematics and Mathematics Education (ICMMED 2020)*, 550(Advances in Social Science, Education and Humanities Research), 442–449. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.210508.102>
- Hartono, P. G., Tinungki, G. M., & Susanto, K. P. (2023). COVID-19, Profitability, and Dividend Policy: A Robustness Test for Mediation Model using Covariance-Based SEM. *International Journal of Digital Entrepreneurship and Business*, 4(1), 1–13. <https://doi.org/10.52238/ideb.v4i1.106>
- Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, 39(6), 584–606. <https://doi.org/10.1108/03074351311322861>
- Iman, C., Sari, F. N., & Pujiati, N. (2021). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Perspektif*, 19(2), 191–198. <https://doi.org/10.31294/jp.v19i2.11393>
- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 42(September), 101910. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- Lim, K. (2016). The Shift of a Dividend Policy and a Leverage Policy during the 2008 Financial Crisis. *International Journal of Finance & Banking Studies (2147-4486)*, 5(6), 09–14. <https://doi.org/10.20525/ijfbs.v5i6.600>
- Liu, W., Yue, X. G., & Tchounwou, P. B. (2020). Response to the COVID-19 Epidemic: The Chinese Experience and Implications for Other Countries. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 17(07), 2304. <https://doi.org/10.3390/ijerph17072304>
- Muchtar, S., Hartono, P. G., & Sari, W. R. (2020). The Quality of Corporate Governance and Its Effect on Sharia Bank Financial Performance in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 151, 192–196. <https://doi.org/10.2991/iaac-17.2018.49>
- Mui, Y. T., & Mustapha, M. (2016). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Malaysian Public Listed Firms. *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 6, 48–54.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Ranajee, R., Pathak, R., & Saxena, A. (2018). To pay or not to pay: what matters the most for dividend payments? *International Journal of Managerial Finance*, 14(2), 230–244. <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2017-0144>
- Raphael, G. (2018). Determinants of Dividend Payout of Commercial Banks Listed At Dar Es Salaam Stock Exchange (DSE). *Account and Financial Management Journal*, 03(06), 1571–1580. <https://doi.org/10.31142/afmj/v3i6.03>
- Reddemann, S., Basse, T., & Von Der Schulenburg, J. M. G. (2010). On the impact of the financial crisis on the dividend policy of the european insurance industry. *Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, 35(1), 53–62. <https://doi.org/10.1057/gpp.2009.37>
- Romus, M., Anita, R., Abdillah, M. R., & Zakaria, N. B. (2020). Selected Firms Environmental Variables: Macroeconomic Variables, Performance and Dividend Policy Analysis. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 469(1). <https://doi.org/10.1088/1755-1315/469/1/012047>
- Saeed, D. R., Riaz, A., Lodhi, R. N., Munir, H. M., & Iqbal, A. (2014). Determinants of Dividend Payouts in Financial Sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 4(2), 33–42. [https://www.textroad.com/pdf/JBASR/J. Basic. Appl. Sci. Res., 4\(2\)33-42, 2014.pdf](https://www.textroad.com/pdf/JBASR/J. Basic. Appl. Sci. Res., 4(2)33-42, 2014.pdf)
- Sáez-Castillo, A. J., & Conde-Sánchez, A. (2013). A hyper-Poisson regression model for overdispersed and underdispersed count data. *Computational Statistics and Data Analysis*, 61, 148–157. <https://doi.org/10.1016/j.csda.2012.12.009>
- Sari, W. R. (2017). Dividend Policy of Indonesian State-Owned Enterprises. *Telaah Bisnis*, 18(1), 33–44. <http://journal.stimykn.ac.id/index.php/tb/article/download/92/50>

- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Reserach Methods for Bussiness A Skill-Bulding Approach* (7th ed.). John Wiley & Sons.
- Sharma, R. K., & Bakshi, A. (2019). An evident prescience of determinants of dividend policy of Indian real estate companies: An empirical analysis using co-integration regression and generalised method of moments. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(3), 358–384. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-02-2019-0012>
- Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2018). Determinants of dividend payout of construction companies: a panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(1), 19 – 38. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-06-2018-0030>
- Tinungki, G. M. (2019). Orthogonal iteration process of determining K value on estimator of Jackknife ridge regression parameter. *Journal of Physics: Conference Series*, 1341(9). <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1341/9/092001>
- Tinungki, G. M., Hartono, P. G., Robiyanto, R., Hartono, A. B., Jakaria, J., & Simanjuntak, L. R. (2022). The COVID-19 Pandemic Impact on Corporate Dividend Policy of Sustainable and Responsible Investment in Indonesia: Static and Dynamic Panel Data Model Comparison. *Sustainability*, 14(10), 6152. <https://doi.org/10.3390/su14106152>
- 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), 11. <https://doi.org/10.3390/economies10010011>
- Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>