

COVID-19, PROFITABILITAS, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN: UJI ROBUSTNESS UNTUK MODEL MEDIASI MENGGUNAKAN SEM BERBASIS KOVARIAN

Powell Gian Hartono^{1*}, Georgina Maria Tinungki², Kiandra Putri Susanto¹

¹ Department of Management, STIE Jakarta International College, Indonesia.

² Department of Statistics, Hasanuddin University, Indonesia.

*Corresponding Author: powell.hartono@jic.ac.id

INFO ARTIKEL

Info Artikel:

Diterima: 24 Januari, 2023

Revisi: 03 Februari, 2023

Dipublikasi Online: 24 Februari, 2023

Kata Kunci:

Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Krisis Pandemi COVID-19, Real Estat, Properti, Konstruksi Bangunan

Sitasi Cantuman:

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 (IDEB), 4(1), 1–13.

<https://doi.org/10.52238/ideb.v4i1.106>

ABSTRAK

Menguji efek mediasi dari profitabilitas pada efek krisis pandemi COVID-19 terhadap kebijakan dividen di Indonesia merupakan tujuan penelitian ini. Perusahaan sektor real estat, properti, dan konstruksi bangunan dipilih sebagai sampel dengan pendekatan purposive sampling technique, dengan kriteria-kriteria yang ditetapkan, serta periode penelitian ini adalah tahun 2014 – 2020. Alat analisis statistik yang digunakan adalah model persamaan struktural berbasis kovarian untuk pengujian kausalitas dengan melakukan uji robustness pada dua pendekatan model empiris. Hasil yang dihasilkan adalah krisis pandemi COVID-19 berpengaruh positif terhadap profitabilitas secara positif, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pada uji mediasi, terbukti krisis pandemi COVID-19 berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang secara signifikan yang dimediasi oleh profitabilitas. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan sektor real estat, properti, dan konstruksi bangunan di Indonesia cenderung menekan tingkat dividen selama krisis pandemi. Bagi manajemen perusahaan agar dapat memperhatikan efek mediasi profitabilitas perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen secara optimal di masa krisis. Bagi para investor, dapat memperhatikan efek mediasi profitabilitas perusahaan untuk mendapatkan return yang optimal berupa dividen, secara spesifik untuk perusahaan sektor riil estat, properti dan konstruksi bangunan selama pandemi.

PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 belum berakhir di Indonesia hingga akhir tahun 2022, walaupun pemerintah Indonesia telah menyudahi Kebijakan Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) secara nasional. Instruksi Menteri Dalam Negeri Republik Indonesia No. 52 tahun 2022 mengatur peraturan lanjutan tentang penanganan Pandemi COVID-19, tetapi pandemi COVID-19 belum berakhir karena status tersebut ditentukan oleh World Health Organization (WHO). Instruksi menteri tersebut tetap mengatur pengendalian penyebaran pandemi COVID-19 yang diperlukan pada transisi menuju status endemi (Instruksi Menteri Dalam Negeri No. 53 Tahun 2022 Tentang Pencegahan dan Pengendalian COVID-19 Pada Masa Transisi Menuju Endemik Tahun 2022). Upaya tersebut tetap dilakukan untuk membantu pemerintah untuk pemulihan atas dampak pandemi COVID-19 pada berbagai sektor, terutama pada perekonomian Indonesia.

Menyorot balik kepada kondisi pandemi COVID-19 yang mulai pada tahun 2020, terdapat dampak krisis tahun tersebut yang bersifat sistemik bagi perekonomian dunia, juga berdampak terhadap

perekonomian Indonesia. Tingkat pertumbuhan produk domestik bruto Indonesia di tahun 2020 melanjok turun menjadi -2,07%, menurun ekstim dibandingkan lima tahun sebelumnya pada kisaran 4.88 – 5.17%. Kondisi tersebut juga direpresentasikan pada fluktuasi harga saham di Bursa Efek Indonesia. Kondisi tersebut juga digambarkan pada kejatuhan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada titik terestrim yang menyentuh ke tingkat 4,914.94 pada 20 Maret 2020. Indeks-indeks saham lainnya juga terjadi penurunan yang signifikan di hari yang sama, yaitu ditunjukkan oleh indeks SRI-KEHATI jatuh pada level 256.56 dan indeks LQ45 pada level 624.76 (Hartono & Raya, 2022; Tinungki, Hartono, et al., 2022).

Kondisi krisis ini berdampak pada berbagai sektor perekonomian. Utomo & Hanggraeni (2021) melaporkan dampak negatif krisis tersebut terhadap stock market di Indonesia. Gunawan & Anggono (2021) melaporkan bahwa Bitcoin, Ethereum, Litecoin, dan Ripple bukan merupakan *safe haven* terhadap IHSG pada periode krisis akibat pandemi COVID-19. Sedangkan pada dampak krisis akibat pandemi COVID-19 pada equity market dilaporkan oleh Kamaludin, Sundarasen, & Ibrahim (2021) pada negara ASEAN-5 yang di mana Indonesia masuk di dalamnya. Selanjutnya, profitabilitas perusahaan di Indonesia juga terbukti berbeda rata-rata, di mana pada tahun 2020 terjadi penurunan yang cukup signifikan. Temuan ini dilaporkan oleh Rinofah et al. (2021) di mana terjadi perbedaan rata-rata signifikan atas profitabilitas perusahaan terindeks Kompas 100 dan secara statistik deskriptif terbukti terjadi penurunan di tahun 2020 dari tahun sebelumnya.

Pada kondisi krisis, umumnya perusahaan akan menekan bahkan menghilangkan tingkat dividen yang didistribusikan kepada pemegang sahamnya. Perusahaan yang dihadapkan pada kondisi krisis cenderung untuk menetapkan kebijakan dividen secara negatif karena menghadapi ketidakpastian kondisi ekonomi. Hal tersebut dilaporkan oleh Abdulkadir et al. (2015); Basse & Reddemann (2011); dan Hauser (2013) bahwa perusahaan cenderung menetapkan kebijakan secara negatif. Bahkan Cejnek et al. (2021) dan Krieger et al. (2021) membuktikan bahwa perusahaan di masa krisis akibat pandemi COVID-19 cenderung menekan bahkan menghilangkan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Kebijakan dividen di Indonesia justru terbukti berbeda dari yang telah dilaporkan sebelumnya. Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan sektor non-keuangan di Indonesia cenderung menetapkan kebijakan dividen secara positif walaupun dalam masa krisis. Hal serupa ditemukan kembali oleh Tinungki, Hartono, et al. (2022) bahwa 24 perusahaan-perusahaan kompetitif yang terindeks SRI-KEHATI menetapkan kebijakan dividen secara positif. Hartono & Raya (2022) juga membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia menetapkan kebijakan dividen secara positif pada krisis tahun 2020.

Hal ini diduga kuat merupakan usaha perusahaan untuk meningkatkan perdagangan saham di pasar modal yang lesu akibat kondisi krisis. Hal tersebut dibuktikan oleh Tinungki, Hartono, et al. (2022) bahwa terdapat reaksi positif pasar saham yang signifikan dan cepat atas pengumuman dividen perusahaan-perusahaan sektor non-keuangan di Indonesia tahun 2020. Hartono & Raya (2022) juga membuktikan terdapat reaksi positif pasar saham terhadap pengumuman dividen, walaupun reaksinya lambat. Hal ini juga didukung oleh hasil statistik deskriptif, di mana dari 228 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta membagikan dividen minimal satu kali selama 2014 – 2020, terdapat peningkatan rata-rata *dividend per share* (DPS) perusahaan yang membagikan dividen di tahun 2019 dan 2020. Pada tahun 2019 rata-rata DPS adalah sebesar 92 dari 134 perusahaan yang

membagikan dividen, sedangkan rata-rata DPS tahun 2020 adalah 110 dari 132 perusahaan yang membagikan dividen.

Kebijakan dividen secara positif pada tahun 2020 di masa krisis ini juga diduga karena perusahaan memiliki profitabilitas yang sebenarnya baik sehingga cenderung membagikan dividen secara positif walaupun di masa krisis. Bukti empiris yang dilaporkan oleh Hartono & Raya (2022); Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) membuktikan secara konsisten bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, pada kondisi profitabilitas tinggi maka perusahaan menetapkan kebijakan ini secara positif.

Selanjutnya, dugaan sifat endogenitas dari prediktor profitabilitas pada model empiris yang dilaporkan Hartono & Raya (2022); Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) memunculkan pertanyaan, bagaimana profitabilitas memberikan efek mediasi kepada dampak krisis terhadap kebijakan dividen? Dugaan endogenitas tersebut didukung oleh Ongore & Kusa (2013), bahwa pertumbuhan PDB berdampak positif terhadap profitabilitas. Sedangkan prediktor pertumbuhan PDB memiliki kedudukan yang sama sebagai variabel eksogen dalam konteks kompleksitas model empiris (Romus, Anita, Abdillah, & Zakaria, 2020).

Dugaan dampak krisis akibat pandemi COVID-19 terhadap kebijakan dividen yang dimediasi profitabilitas kemudian memunculkan kerangka konsep, yaitu krisis berdampak terhadap profitabilitas, yang kemudian berpengaruh terhadap kebijakan dividen (Hartono & Raya, 2022; Tinungki, Hartono, et al., 2022). Penelitian-penelitian terdahulu belum ada yang melaporkan dampak krisis akibat pandemi COVID-19 terhadap kebijakan dividen yang dimediasi oleh profitabilitas. Bahkan efek mediasi dari profitabilitas tersebut perlu diuji untuk melihat bagaimana kontribusi profitabilitas dalam penetapan kebijakan dividen di masa krisis akibat COVID-19.

Oleh sebab itu, penelitian ini melakukan pengujian pengaruh dari krisis akibat pandemi COVID-19 terhadap kebijakan dividen perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas. Pengujian tersebut terbagi menjadi pengujian efek langsung dan efek tidak langsung. Efek langsung akan menguji pengaruh dari krisis akibat pandemi COVID-19 terhadap profitabilitas dan pengaruh dari profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Efek tidak langsung akan menguji pengaruh dari krisis terhadap kebijakan dividen yang dimediasi oleh profitabilitas. Selanjutnya, dilakukan uji *robustness* untuk melihat konsistensi variabel utama pada diuji mediasi dari beberapa rancangan model empiris (Li, 2016). Sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan sektor real estat, properti, dan konstruksi bangunan. Justifikasi pemilihan sektor industri ini untuk melihat perilaku kebijakan dividen sektor ini, di mana sektor ini di pandang cukup terdampak krisis akibat pandemi COVID-19. Sektor ini berhubungan dengan sektor industri lain, seperti perbankan dalam segi pembiayaan, sektor industri, material, jasa, dan sebagainya. Keterkaitan sektor ini dengan sektor lainnya selanjutnya menegaskan dampak krisis terhadap sektor ini (Hartono, Sari, Tinungki, Jakaria, & Hartono, 2021).

TINJAUAN PUSTAKA

Pada kondisi krisis, perusahaan akan cenderung menekan bahkan menghilangkan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini didukung oleh *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memprioritaskan sumber modal internal karena memiliki risiko yang paling rendah, dalam hal ini adalah laba ditahan dari laba bersih yang diperoleh. Perusahaan akan memprioritaskan sumber pendanaan internal ini karena memilih *cost of capital* yang rendah

dibandingkan sumber pendanaan eksternal, seperti obligasi ataupun penerbitan saham. Perusahaan dihadapkan pada kondisi ketidakpastian pada pandemi COVID-19 sehingga perusahaan pada umumnya menekan tingkat dividen untuk memastikan kelangsungan hidup perusahaan di tengah krisis (Altig et al., 2020; Damodaran, 2015; Myers, 1984).

Sebaliknya, pertimbangan perusahaan untuk memberikan sinyal positif kepada pasar saham yang lesu perdagangannya di masa krisis, maka perusahaan bahkan menetapkan kebijakan dividen secara positif. Kondisi ini didukung oleh *Dividend Signaling Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memberikan sinyal positif kepada pasar dengan membagikan dividen untuk menunjukkan kinerja perusahaan dalam kondisi baik. Sinyal ini kemudian diharapkan dapat menarik investor untuk memperdagangkan saham perusahaan karena kinerja yang baik. Selain itu, *agency conflict* dengan membagikan dividen dipercaya dapat ditekan (Ali, 2022; Lambrecht & Myers, 2012).

Kondisi krisis akibat pandemi COVID-19 memberikan dampak terhadap perekonomian di Indonesia, juga terhadap keuangan perusahaan di Indonesia. Dividen ditetapkan atas proporsi laba bersih perusahaan. Perumusan kebijakan dividen perusahaan cenderung secara negatif dengan pertimbangan upaya bertahan hidupnya perusahaan di masa krisis hingga selesai (Abdulkadir et al., 2015; Cejnek et al., 2021). Di sisi lain, perusahaan juga dapat menentukan kebijakannya secara positif di masa krisis dengan pertimbangan sebagai upaya memberikan sinyal positif kepada pasar saham yang lesu (Ali, 2022).

Pada masa krisis yang secara spesifik akibat pandemi COVID-19, di mana pembatasan pergerakan orang dan barang sehingga menekan siklus bisnis. Penurunan aktivitas siklus bisnis perusahaan kemudian secara makroekonomi berdampak pada menurunnya produk domestik bruto (PDB). Perekonomian yang terdampak akibat pandemi COVID-19 ini, kemudian menekan kinerja perusahaan, kemudian berdampak terhadap profitabilitas perusahaan yang menurun (Dewi, Soei, & Surjoko, 2019; Ongore & Kusa, 2013). Penelitian yang dilakukan Dewi et al. (2019); serta Ongore & Kusa (2013) membuktikan bahwa produk domestik bruto (PDB) berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Di sisi lain, Hartono & Raya (2022); Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) menemukan pengaruh negatif PDB terhadap kebijakan dividen, yang berarti bahwa pada masa krisis akibat COVID-19 kebijakan dividen ditetapkan secara positif. Selanjutnya, hasil penelitian tersebut juga membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Dugaan endogenitas profitabilitas pada model empiris, termasuk endogenitas profitabilitas dari PDB terhadap kebijakan dividen, membangun dugaan efek mediasi profitabilitas pada pengaruh PDB sebagai pengukuran kondisi krisis terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, bukti yang dilaporkan Hartono & Raya (2022); Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen serta krisis COVID-19 berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, kemudian memunculkan dasar rasional bahwa PDB berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Bukti empiris yang mendukung adalah yang dilaporkan oleh De Leon (2020), bahwa pertumbuhan PDB berdampak negatif terhadap profitabilitas perusahaan dengan justifikasi bahwa perusahaan di masa krisis memiliki laba bersih yang bahkan lebih tinggi karena memiliki *growth opportunity*. Perusahaan dianggap tidak terlalu terdampak oleh efek krisis yang disebabkan oleh pembatasan orang atau barang karena pandemi, bukan krisis moneter atau krisis-krisis sistemik lainnya (Maharsi, Puryandani, & Kristanto, 2019; Sari & Fakhruddin, 2016).

Berdasarkan dasar rasionil dan penelitian-penelitian terdahulu, dirumuskan hipotesis pertama bahwa produk domestik bruto sebagai proksi krisis pandemi COVID-19 berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan.

Dividen yang diperoleh perusahaan merupakan proporsi atas laba bersih yang diperoleh perusahaan (Damodaran, 2015). Kemudian perusahaan juga menetapkan laba ditahan untuk investasi selanjutnya. Semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan, perusahaan dimungkinkan untuk membagikan dividen semakin besar (Yusof & Ismail, 2016). Hal tersebut kemudian mendukung *bird in the hand theory*, yang menyatakan bahwa investor cenderung lebih memilih dividen sebagai *return* yang lebih pasti dibandingkan *capital gain* (Bhattacharya, 1979). Selain itu, pembagian dividen atas laba bersih yang diperoleh perusahaan cenderung menekan *agency conflict* antara *principal* dan *agent* di dalam perusahaan (Lambrecht & Myers, 2012). Selanjutnya, profitabilitas yang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada kondisi krisis dibuktikan oleh (Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022). Hasil ini juga didukung oleh Lestari (2018); Patra et al. (2012); dan Ranajee et al. (2018) yang melaporkan bahwa terdapat dampak positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Di sisi lain, perusahaan dalam kondisi krisis menetapkan kebijakan dividen secara positif. (Damodaran, 2015; Sharma, 2021). Hal ini disebabkan oleh perusahaan cenderung untuk memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa kinerja perusahaan baik pada kondisi krisis. Selain itu, perusahaan dalam menentukan tingkat dividennya dalam kondisi krisis, dapat menetapkan kebijakan dividen secara positif walaupun laba bersih yang didapatkan menurun, atau profitabilitas perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif. Kebijakan ini didukung oleh *dividend signaling theory* untuk menandakan bahwa instrumen saham perusahaan tersebut bersifat baik (Abdulkadir et al., 2015; Singla & Samanta, 2018). Dugaan efek mediasi profitabilitas pada pengaruh pertumbuhan PDB terhadap kebijakan dividen, yang didukung hasil penelitian Ongore & Kusa (2013) yang melaporkan bahwa PDB berpengaruh positif terhadap profitabilitas, serta hasil yang dilaporkan Hartono & Raya (2022); Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) bahwa PDB berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, kemudian menguatkan dasar rasionil bahwa profitabilitas dapat berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil yang mendukung dilaporkan oleh Gusni (2017) bahwa profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif. Berdasarkan dasar rasionil dan penelitian-penelitian terdahulu, dirumuskan hipotesis kedua bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan Hartono & Raya (2022); Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) menunjukkan hasil yang *robust* pada pengaruh profitabilitas secara positif terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi laba perusahaan, semakin tinggi dividen yang didistribusikan, berlaku kondisi sebaliknya. Pada penelitian tersebut juga menunjukkan pengaruh dari dividen tahun sebelumnya terhadap dividen tahun sekarang adalah terbukti berpengaruh positif. Tinungki, Hartono, et al. (2022) membuktikan bahwa terdapat korelasi positif dan signifikan dari profitabilitas dan dividen tahun sebelumnya. Dampak dari kedua prediktor tersebut terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa kebijakan dividen ditetapkan secara positif di masa krisis, atau krisis pandemi COVID-19 mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif. Kemudian hal ini juga menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan di tahun tersebut cukup baik sehingga mampu untuk membagikan dividen secara positif, dibuktikan dengan pengaruh positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Dua dasar rasionil ini kemudian memunculkan dasar

rasioniil efek mediasi profitabilitas pada arah pengaruh krisis akibat pandemi COVID-19 terhadap kebijakan dividen secara negatif.

Sebaliknya, penelitian Ongore & Kusa (2013) melaporkan dampak krisis terhadap kebijakan dividen secara positif sehingga menimbulkan dasar rasioniil yang berbeda. Dalam konteks kondisi pandemi yang menurut Tinungki, Hartono, et al. (2022) bahwa profitabilitas secara *robust* dibuktikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, efek mediasi tersebut juga dapat menimbulkan dugaan bahwa krisis berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang dimediasi profitabilitas secara positif (Ashraf, 2021; Cejnek et al., 2021; Cepoi, 2020; Hartono & Raya, 2022; Robiyanto & Yunitaria, 2022; Tinungki, Hartono, et al., 2022; Tinungki, Robiyanto, et al., 2022; Utomo & Hanggraeni, 2021). Berdasarkan dasar rasioniil dan penelitian-penelitian yang mendukung sebelumnya, dirumuskan hipotesis ketiga bahwa produk domestik bruto berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang dimediasi profitabilitas.

METODE

Penelitian ini menguji hipotesis-hipotesis yang dirumuskan dengan pendekatan kuantitatif dalam pengujiannya. Hipotesis yang diuji merupakan uji kausalitas terhadap variabel-variabel dalam model. *Purposive sampling technique* digunakan dalam pemilihan sampel (Sekaran & Bougie, 2016). Kriteria sampel yang ditetapkan adalah memiliki laporan keuangan yang lengkap untuk kebutuhan variabel, perusahaan minimal satu kali membagikan dividen dalam periode penelitian, perusahaan-perusahaan tersebut tidak mengalami *delisting* dan penawaran umum perdana dalam periode penelitian. Periode penelitian yang ditetapkan adalah tahun 2014 – 2020, dengan justifikasi tahun 2020 sebagai tahun terjadinya krisis akibat pandemi COVID-19 (Tinungki, Robiyanto, et al., 2022). Oleh sebab itu, sampel yang ditetapkan adalah 30 perusahaan dari 85 perusahaan real estat, properti, dan konstruksi bangunan yang terdaftar hingga akhir tahun 2020 dengan periode 7 tahun. Oleh sebab itu, total observasi penelitian ini adalah 210 unit. Data penelitian ini merupakan data sekunder yang diakses dari laporan-laporan keuangan yang diakses dari *website* Bursa Efek Indonesia.

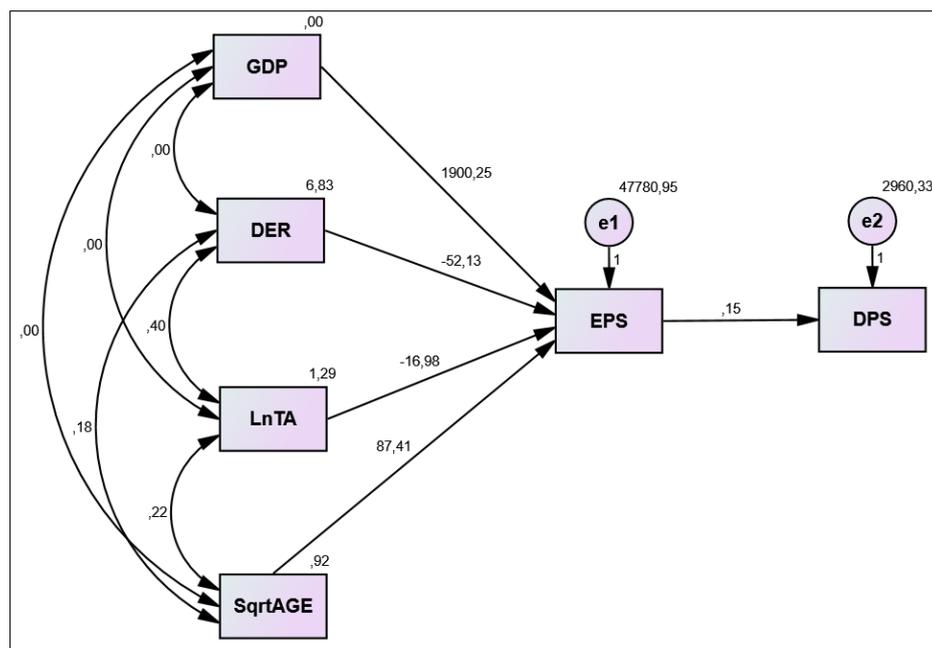
Penelitian ini menguji variabel-variabel yang diproksikan dengan ukuran-ukuran tertentu. Berdasarkan hipotesis yang dikembangkan, pengujian model ini terdiri dari variabel independen, dependen, dan variabel mediasi. Pengujian juga ditambahkan dengan variabel-variabel kontrol sebagai uji *robustness* tambahan untuk melihat konsistensi pengujian variabel utama, dengan justifikasi pemilihannya adalah variabel yang bersifat postulat (Hartono & Raya, 2022). Variabel-variabel tersebut terdefiniskan pada tabel 1. Proksi-proksi yang mengukur variabel diadaptasi dari penelitian-penelitian sebelumnya. Juga dengan proksi untuk usia perusahaan, pemilihan transformasi untuk menghilangkan varians yang terlalu ekstrim menggunakan *ladder of power* menggunakan STATA versi 14, dengan transformasi optimal yang terpilih adalah *SQRT* terhadap Usia Perusahaan.

Pengujian hipotesis dengan variabel-variabel yang diproksikan dengan masing-masing proksi diuji dengan metode estimasi model persamaan struktural berbasis kovarian, yang diestimasi menggunakan program IBM AMOS versi 23. Proksi-proksi pengukuran atas variabel-variabel yang diuji merupakan variabel *manifest* atau *observed variable* (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2018). Berdasarkan tabel 1, variabel-variabel utama yang diuji adalah kebijakan dividen sebagai variabel dependen dengan proksi DPS, krisis pandemi COVID-19 sebagai variabel independen dengan proksi GDP, serta profitabilitas sebagai variabel mediasi dengan proksi EPS. Selanjutnya, variabel kontrol yang

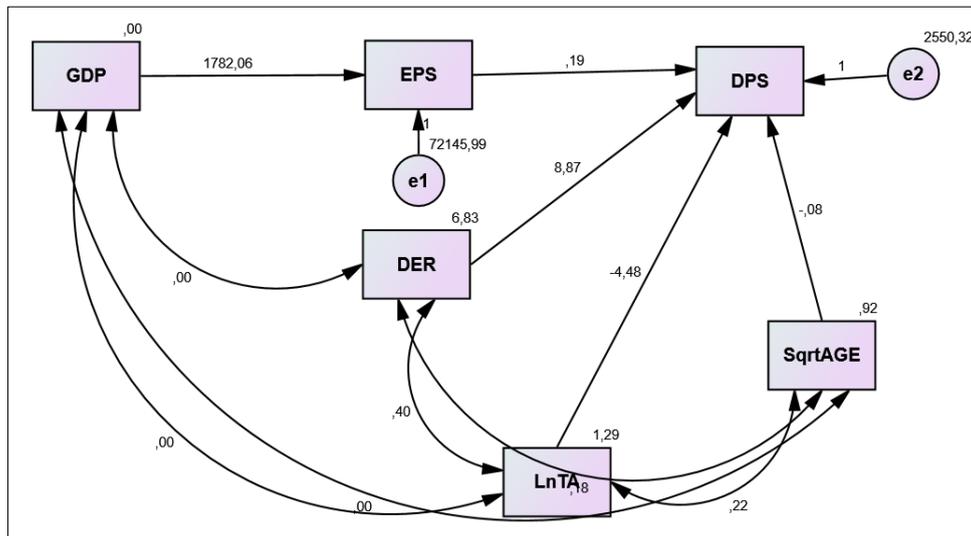
digunakan adalah *financial leverage* dengan proksi DER, ukuran perusahaan dengan proksi FS, dan Usia Perusahaan dengan proksi FA.

Tabel 1: Variabel Independen, Variabel Dependen, Variabel Mediasi, Variabel Kontrol, Proksi-Proksi serta Formulasinya

Variabel	Proksi	Formulasi	Referensi
Variabel Dependen			
Kebijakan Dividen	<i>Dividend per Share (DPS)</i>	$DPS = \frac{Total\ Dividend}{Outstanding\ Shares}$	Lestari (2018); Ranajee et al. (2018)
Variabel Independen			
Krisis Pandemi COVID-19	<i>Gross Domestic Product growth (GDP)</i>	$GDP = \frac{GDP_t - GDP_{t-1}}{GDP_{t-1}}$	Hartono & Raya (2022); Tinungki, Hartono, et al. (2022); Tinungki, Robiyanto, et al. (2022)
Variabel Mediasi			
Profitabilitas	<i>Earning per Share (EPS)</i>	$EPS = \frac{Net\ Income}{Outstanding\ Shares}$	Hartono & Matusin (2020); Sharma (2021)
Variabel Kontrol			
<i>Financial Leverage</i>	<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	$DER = \frac{Total\ Liability}{Total\ Equity}$	Aritonang & Rahardja, (2022); Octaceria & Rahardja (2020); Ranajee et al. (2018); Suhandi (2014); Yusof & Ismail (2016)
Ukuran Perusahaan	<i>Firm Size (FS)</i>	$FS = \ln(Total\ Aset)$	Hartono et al. (2023); Muchtar, Hartono, & Sari (2020); Rahardja, Gunawan, Augustine, & Wadhani (2021); Thakur & Kannadhasan (2018)
Usia Perusahaan	<i>Firm Age (FA)</i>	$FA = \sqrt{Usia}$	p -Value of $\chi^2 = 0,411$; Hartono & Matusin, (2020); Muchtar et al., (2020)



Gambar 1: Model Empiris 1



Gambar 2: Model Empiris 2

Berdasarkan gambar 1 dan gambar 2, model empiris penelitian ditetapkan menjadi dua model sebagai uji *robustness* untuk model mediasi, di mana hendak melihat konsistensi pengujian variabel utama (Li, 2016). Pada variabel utama, diuji efek GDP berpengaruh terhadap DPS yang dimediasi oleh EPS. Selanjutnya, variabel kontrol posisikan menjadi dua posisi. Pertama, variabel kontrol diposisikan untuk berpengaruh secara tidak langsung terhadap DPS melalui EPS. Kedua, variabel kontrol diposisikan untuk berpengaruh secara langsung terhadap DPS. Model empiris penelitian dijelaskan pada gambar 1 untuk model empiris 1 dan gambar 2 untuk model empiris 2. Kemudian, uji sobel dilakukan untuk melengkapi uji mediasi.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif untuk tiap proksi tersaji pada tabel 2. Varians data pada tiap proksi variabel terlihat pada tingkat moderat. Proksi-proksi yang bersifat overdispersi adalah DPS, EPS, dan DER. Sedangkan proksi-proksi yang bersifat equidispersi adalah GDP, FS dan FA. Kondisi equidispersi ini dapat dijelaskan dengan transformasi yang dilakukan terhadap FS dan FA, juga pada sifat GDP yang sifatnya tidak memiliki variasi yang tinggi (Hartono, Tinungki, et al., 2021).

Tabel 2: Statistik Deskriptif

Proksi	Obs.	Rataan	Std. Dev.	Min.	Max
DPS	210	27,625	67,931	0	503,162
GDP	210	0,040	0,025	-0,0207	0,0517
EPS	210	116,607	272,879	-1616,927	1264,904
DER	210	1,478	2,620	0,084	35,466
FS	210	16,052	1,137	13,917	18,639
FA	210	6,119	0,962	3,317	8,246

Tabel 3 menyajikan korelasi Pearson dari tiap proksi yang diuji. Korelasi pearson didominasi korelasi yang sangat lemah untuk antar proksi. Korelasi yang bersifat sedang ditunjukkan korelasi antara EPS dan DPS, serta EPS dan DER, dengan koefisien korelasi diantara 0.4 – 0.5. Selain itu, hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat korelasi yang signifikan antara variabel-variabel independen.

Tabel 3: Korelasi Pearson untuk setiap Proksi Variabel

Proksi	DPS	GDP	EPS	DER	FS	FA
DPS	1,000					
GDP	0,091	1,000				
EPS	0,596	0,163	1,000			
DER	-0,042	-0,033	-0,494	1,000		
FS	-0,095	-0,067	-0,087	0,134	1,000	
FA	0,190	-0,103	0,240	0,072	0,203	1,000

Estimasi parameter pada model empiris 1 dan 2 diawali oleh *goodness of fit test* dengan tiga jenis pengukuran sebagai uji spesifikasi model untuk memastikan hasil estimasi bersifat konsisten dan tidak berbias. Tabel 4 menyajikan hasil uji *goodness of fit* pada kedua model empiris yang diuji. Jenis dan indikator pengukuran yang relevan untuk variabel *manifest* diadaptasi dari Hair et al. (2018) dan Jakaria et al. (2021).

Tabel 4: Hasil Uji *Goodness of Fit* dari Estimasi Model Empiris 1 dan Model Empiris 2

Jenis Pengukuran	Indikator	Nilai <i>Cut-off</i>	Model 1		Model 2	
			Hasil	Kesimpulan	Hasil	Kesimpulan
Absolute Fit Indices	<i>p</i> -Value of χ^2	$\geq 0,05$	0,000	Poor Fit	0,000	Poor Fit
	GFI	$\geq 0,9$	0,956	Model Fit	0,901	Model Fit
	RMSEA	0,03 – 0,08	0,181	Poor Fit	0,314	Poor Fit
Incremental Fit Indices	NFI	$\geq 0,92$	0,864	Marginal Fit	0,626	Poor Fit
	CFI	$\geq 0,92$	0,873	Marginal Fit	0,618	Poor Fit
	TLI	$\geq 0,92$	0,523	Poor Fit	-0,432	Poor Fit

Hasil uji *goodness of fit* pada model empiris 1 didapatkan bahwa indikator *p*-Value of χ^2 , RMSEA, dan TLI adalah bersifat *poor fit*. Indikator-indikator NFI dan CFI adalah bersifat *marginal fit*, sedangkan indikator GFI adalah bersifat model fit. Selanjutnya, hasil uji *goodness of fit* pada model empiris 2 didapatkan bahwa indikator *p*-Value of χ^2 , RMSEA, NFI, CFI, dan TLI adalah bersifat *poor fit*, sedangkan indikator GFI adalah bersifat *goodness of fit*. Oleh sebab itu, hasil uji *goodness of fit* pada model empiris 1 dan 2 bersifat layak karena terdapat minimal satu indikator bersifat model fit pada tiap model empiris.

Tabel 5 menyajikan hasil estimasi parameter untuk efek langsung pada model empiris 1 dan model empiris 2. Hasil yang didapatkan pada variabel utama adalah terbukti GDP berpengaruh terhadap EPS secara positif dan signifikan pada model empiris 1. Sejalan dengan itu, terbukti pada model empiris 2 bahwa GDP berpengaruh positif dan signifikan pada model empiris 2. Oleh sebab itu, hasil tersebut membuktikan hasil yang *robust* serta dapat diputuskan bahwa hipotesis pertama adalah diterima. Disimpulkan bahwa krisis akibat pandemi COVID-19 terbukti berpengaruh secara positif terhadap profitabilitas. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilaporkan Dewi et al. (2019); dan Ongore & Kusa (2013) bahwa GDP berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa pada saat kondisi krisis terjadi penurunan profitabilitas. Sebaliknya, pada saat kondisi tidak krisis dengan pertumbuhan GDP positif, maka profitabilitas akan semakin naik.

Selanjutnya juga yang disajikan pada tabel 5, pada model 1 terbukti EPS berpengaruh signifikan terhadap DPS secara positif. Mendukung hasil tersebut, model 2 membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif EPS terhadap DPS secara positif dan signifikan. Kedua hasil ini membuktikan secara *robust* bahwa profitabilitas berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen dengan keputusan

menerima hipotesis dua. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Wahjudi (2020); dan Yusof & Ismail (2016). Oleh sebab itu, hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi laba bersih yang diperoleh, perusahaan akan menetapkan dividen semakin tinggi karena perusahaan dipandang lebih mampu untuk membagikan dividen (Lestari, 2018).

Tabel 5: Estimasi Parameter Efek Langsung Model Empiris 1 dan Model Empiris 2

Pengaruh Parameter	Model 1			Model 2		
	Estimasi	S.E.	Z	Estimasi	S.E.	Z
GDP → EPS	1900,247	612,330	3,103**	1782,063	747,438	2,384**
DER → EPS	-52,131	5,846	-8,918**	-----	-----	-----
FS → EPS	-16,980	13,728	-1,237	-----	-----	-----
FA → EPS	87,406	16,176	5,404**	-----	-----	-----
EPS → DPS	0,148	0,014	10,735**	0,189	0,013	14,717**
DER → DPS	-----	-----	-----	8,868	1,350	6,568**
FS → DPS	-----	-----	-----	-4,481	3,168	-1,414
FA → DPS	-----	-----	-----	-0,082	3,722	-0,022

Keterangan: Pengujian dengan pendekatan statistik *two-tailed*. (**) adalah berpengaruh pada level signifikansi 1% dan (*) berpengaruh pada level signifikansi 5%.

Tabel 6 menunjukkan estimasi parameter efek tidak langsung dari model empiris 1 dan model empiris 2. Pengujian tersebut juga ditambahi dengan uji sobel untuk uji mediasi pada kedua model. Pada model empiris 1 didapatkan bahwa terbukti bahwa GDP berpengaruh terhadap DPS yang dimediasi EPS secara positif. Hasil uji sobel pada model empiris 1 didapatkan hasil yang signifikan pada tingkat *alpha* 5%, sehingga EPS terbukti mampu mediasi GDP terhadap DPS. Pada model 2 didapatkan bahwa GDP berpengaruh terhadap DPS melalui EPS secara positif. Hasil uji sobel pada model empiris 1 didapatkan hasil yang signifikan dengan tingkat *alpha* yang sama, sehingga EPS terbukti mampu memediasi GDP terhadap DPS.

Dari uji statistik yang didapatkan, dapat dibuktikan secara *robust* bahwa krisis akibat pandemi COVID-19 yang diprosikan oleh GDP berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui profitabilitas secara positif berdasarkan tabel 6. Oleh sebab itu, keputusan terhadap hipotesis ketiga adalah diterima. Hasil ini didukung dengan beberapa penelitian sebelumnya, seperti yang dilaporkan Dewi et al. (2019); dan Ongore & Kusa (2013) yang membuktikan bahwa GDP berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya Singla & Samanta (2018); Yusof & Ismail (2016) membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sehingga mendukung bukti dasar rasional efek tidak langsung krisis akibat pandemi COVID-19 terhadap kebijakan dividen yang dimediasi oleh profitabilitas secara positif.

Tabel 6: Estimasi Parameter Efek Tidak Langsung Model Empiris 1 dan Model Empiris 2

Pengaruh Parameter	Model 1			Model 2		
	Estimasi	Sobel Test Stat.	p-Value	Estimasi	Sobel Test Stat.	p-Value
GDP → EPS → DPS	282,015	2,978	0,003	336,585	2,352	0,019
DER → EPS → DPS	-7,737	-6,816	0,000	-----	-----	-----
FS → EPS → DPS	-2,520	-1,229	0,219	-----	-----	-----
FA → EPS → DPS	12,972	4,811	0,000	-----	-----	-----

Keterangan: Pengujian dengan pendekatan statistik *two-tailed*.

KESIMPULAN

Hasil estimasi parameter atas efek langsung yang didapatkan adalah terbukti krisis akibat pandemi COVID-19 berpengaruh secara positif terhadap profitabilitas dan profitabilitas berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya, hasil estimasi parameter atas efek tidak langsung yang didapatkan adalah terbukti prediktor krisis akibat pandemi COVID-19 berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang dimediasi oleh profitabilitas. Hal ini berarti pada kondisi krisis di masa COVID-19 di mana nilai pertumbuhan PDB menurun hingga $-2,07\%$, maka profitabilitas perusahaan akan menurun, dan penetapan kebijakan dividen secara umum ditetapkan secara negatif. Selain itu, berdasarkan uji *robustness* pada dua model memperlihatkan bahwa estimasi parameter di model 1 adalah lebih konsisten dan lebih tidak bias dibandingkan model 2. Hal ini ditunjukkan oleh hasil uji spesifikasi model dan uji signifikansi parameter yang lebih baik. Hasil yang didapatkan menunjukkan bahwa variabel-variabel kontrol yang memiliki efek tidak langsung terhadap kebijakan dividen yang dimediasi profitabilitas adalah hasilnya lebih baik dibandingkan dengan efek langsung terhadap kebijakan dividen (Hair et al., 2018).

Hasil ini berbeda dari temuan yang didapatkan oleh Tinungki, Robiyanto, et al. (2022) yang menemukan bahwa pada masa krisis tahun 2020 di Indonesia, 212 perusahaan di Indonesia cenderung menetapkan kebijakan dividen secara positif. Hal sama juga dilaporkan Tinungki, Hartono, et al. (2022) yang meneliti perusahaan terindeks SRI-KEHATI di Indonesia, serta Hartono & Raya (2022) yang meneliti perusahaan Manufaktur di Indonesia, yang juga menemukan bahwa kebijakan dividen ditetapkan secara positif, atau krisis akibat pandemi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini memberikan hasil yang berbeda untuk perusahaan sektor real estat, properti, dan konstruksi bangunan yang menetapkan kebijakan dividen secara negatif, sehingga berdampak pada aktifitas bisnis yang dijalankan. Perusahaan-perusahaan sektor ini cenderung untuk menekan tingkat dividen pada masa krisis tahun 2020 karena memilih untuk menyimpan laba bersih yang diperoleh untuk bertahan hidup pada kondisi krisis COVID-19 yang hingga akhir tahun 2020 belum ada kepastian berakhirnya pandemi. Oleh sebab itu, manajemen perusahaan perlu memperhatikan profitabilitas perusahaan dalam fungsi mediasinya pada kebijakan dividen pada masa krisis agar kebijakan dividen yang ditetapkan bersifat optimal bagi perusahaan dalam kondisi krisis. Bagi para investor, perlu memperhatikan efek mediasi profitabilitas perusahaan yang diteliti untuk mendapatkan *return* optimal atas investasi mereka berupa dividen di masa kondisi krisis, secara khusus bagi perusahaan sektor riil estat, properti, dan konstruksi bangunan (Hartono, Lestari, Wijaya, Hartono, & Tinungki, 2020).

Keterbatasan penelitian ini adalah terbatas pada pengujian *robustness* pada dua perspektif dengan uji mediasi. Belum dilakukan pengujian endogenitas pada pengujian mediasi ini berdasarkan bukti empiris penelitian-penelitian sebelumnya. Oleh sebab itu, perlu dilakukan pemilihan metode estimasi yang lebih relevan untuk masalah endogenitas yang disesuaikan dengan model empiris yang dibentuk, serta uji *robustness* nya untuk menghasilkan estimasi parameter yang konsisten dan tidak bias (Hartono & Robiyanto, 2023; Li, 2016).

DAFTAR PUSTAKA

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. Retrieved from http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol 11-2-2015/aamjaf110215_05.pdf

- 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>
- Altig, D., Baker, S., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Chen, S., ... Thwaites, G. (2020). Economic uncertainty before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Public Economics*, 191, 104274. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2020.104274>
- Aritonang, D. R., & Rahardja, L. (2022). Pengaruh Corporate Social Responsibility (CSR) terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Sektor Consumer Non-Cyclicals dan Basic Material. *International Journal of Digital Entrepreneurship and Business*, 3(2), 60–73. <https://doi.org/10.52238/ideb.v3i2.96>
- Ashraf, B. N. (2021). Stock markets' reaction to Covid-19: Moderating role of national culture. *Finance Research Letters*, 41(May 2020), 101857. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101857>
- Basse, T., & Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, 37(1), 34–46. <https://doi.org/10.1108/030743511111092139>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- 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>
- Cepoi, C. (2020). Asymmetric dependence between stock market returns and news during COVID-19 financial turmoil. *Finance Research Letters*, 36. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101658>
- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance Fourth Edition* (4th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- de Leon, M. V. (2020). The impact of credit risk and macroeconomic factors on profitability: The case of the ASEAN banks. *Banks and Bank Systems*, 15(1), 21–29. [https://doi.org/10.21511/bbs.15\(1\).2020.03](https://doi.org/10.21511/bbs.15(1).2020.03)
- Dewi, V. I., Soei, C. T. L., & Surjoko, F. O. (2019). The impact of macroeconomic factors on firms' profitability (evidence from fast moving consumer good firms listed on Indonesian stock exchange). *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 1–6.
- Gunawan, M., & Anggono, A. H. (2021). Cryptocurrency Safe Haven Property against Indonesian Stock Market During COVID-19. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 24(1), 121. <https://doi.org/10.14414/jebav.v24i1.2661>
- Gusni, G. (2017). The Determinants of Dividend Policy: A Study of Financial Industry in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21(4), 562–574. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i4.1521>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2018). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). British: Cengage.
- 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., & Matusin, A. R. (2020). The Determinants of Dividend Policy on Real Estate, Property, and Building Construction Companies Listed in IDX using Unbalanced Panel Data Approach. *TIJAB (The International Journal of Applied Business)*, 4(2), 139. <https://doi.org/10.20473/tjab.v4.i2.2020.139-156>
- 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., Wijaya, R., Hartono, A. B., Dizar, S., Magetsari, O. N. N., Anggara, I. S., & Sujono, M. I. (2023). Factors affecting stock price of maritime companies in Indonesia Factors Affecting Stock Price of Maritime Companies in Indonesia. *AIP Conference Proceedings*, 2675(050005). <https://doi.org/10.1063/5.0116974>
- Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, 39(6), 584–606. <https://doi.org/10.1108/03074351311322861>
- Indonesia Ministry of Home Affairs. *Instruction of the Minister of Home Affairs No. 53 of 2022 regarding the Prevention and Control of COVID-19 during the Transitional Period Towards Endemic.*, (2022).
- Jakaria, J., Tanuwijaya, J., & Luthfi, M. Y. (2021). Ketahanan Pangan Dan Pembangunan Manusia Serta Dampaknya Terhadap Kegiatan Ekonomi : Studi Kasus Negara Asean. *Media Ekonomi*, 29(1), 1–12. <https://doi.org/10.25105/me.v29i1.10715>
- Kamaludin, K., Sundarasen, S., & Ibrahim, I. (2021). Covid-19, Dow Jones and equity market movement in ASEAN-5 countries: evidence from wavelet analyses. *Heliyon*, 7(1), e05851. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e05851>
- 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>
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Lintner Model of Payout and Managerial Rents Managerial Rents. *The Journal of Finance*, 67(5), 1761–1810.
- Lestari, H. S. (2018). Determinants of corporate dividend policy in Indonesia. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 106(1). <https://doi.org/10.1088/1755-1315/106/1/012046>
- Li, F. (2016). Endogeneity in CEO power: A survey and experiment. *Investment Analysts Journal*, 45(3), 149–162. <https://doi.org/10.1080/10293523.2016.1151985>
- Maharsi, A. V. N., Puryandani, S., & Kristanto, R. S. (2019). Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Firm Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2013 Di Bei. *Magisma: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 5(2), 39–49. <https://doi.org/10.35829/magisma.v5i2.26>
- Muchtar, S., Hartono, P. G., & Sari, W. R. (2020). The Quality of Corporate Governance and Its Effect on Sharia Bank Financial Performance in Indonesia. *International Conference on Management, Accounting, and Economy (ICMAE 2020)*, 151(Adv. Econ. Bus. Manag. Res.), 192–196. <https://doi.org/10.2991/iac-17.2018.49>
- 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>
- Octaceria, S., & Rahardja, L. (2020). Carbon Emission Reduction's Impact on a Company's Performance. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 151(Proceedings of the International Conference on Management, Accounting, and Economy (ICMAE 2020)), 257–262. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200915.059>
- Ongore, V. O., & Kusa, G. B. (2013). Determinants of Financial Performance of Commercial Banks in Kenya. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(1), 237–252. Retrieved from <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/334>
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079–1087. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.639734>
- Rahardja, L., Gunawan, I. D., Augustine, Y., & Wadhani, R. (2021). The Influence of Environmental Performance towards Creating Shared Value. *Technium Social Sciences Journal*, 17, 235–243.
- Ranjee, 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>

- Rinofah, R., Sari, P. P., & Evany, S. T. (2021). Analisis Profitabilitas Perusahaan Kompas 100 Sebelum dan Saat Pandemi Covid-19. *Al-Kharaj : Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 4(2), 397–414. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v4i2.678>
- Robiyanto, R., & Yunitaria, F. (2022). Dividend announcement effect analysis before and during the COVID-19 pandemic in the Indonesia Stock Exchange. *SN Business & Economics*, 2(2), 1–20. <https://doi.org/10.1007/s43546-021-00198-8>
- 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>
- Sari, P. K., & Fakhruddin. (2016). Identifikasi Penyebab Krisis Moneter Dan Kebijakan Bank Sentral Di Indonesia: Kasus Krisis Tahun 1997-1998 dan 2008. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa (JIM)*, 1(2), 377–388. <https://doi.org/https://jim.unsyiah.ac.id/EKP/article/view/5831>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Reserach Methods for Bussiness A Skill-Bulding Approach* (7th ed.). London: John Wiley & Sons.
- Sharma, R. K. (2021). Factors influencing dividend decisions of Indian construction, housing and real estate companies: An empirical panel data analysis. *International Journal of Finance and Economics*, 26(4), 5666–5683. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2087>
- 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>
- Suhandi, N. P. M. (2014). Pengaruh Kebijakan Dividen, Leverage Keuangan, Dan Profitabilitas Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013. *Jurnal Tekun*, V(2), 177–190.
- Thakur, B. P. S., & Kannadhasan, M. (2018). Determinants of dividend payout of Indian manufacturing companies: A quantile regression approach. *Journal of Indian Business Research*, 10(4), 364–376. <https://doi.org/10.1108/JIBR-02-2018-0079>
- 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>
- Utomo, C. D., & Hanggraeni, D. (2021). The Impact of COVID-19 Pandemic on Stock Market Performance in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 777–0784. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0777>
- 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>