

Dinamika Kebijakan Dividen Pasca-Pandemi: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Dessy Arisanti¹, Burhanudin²

Universitas Mataram, Universitas Mataram

dsyechy633@gmail.com, burhanudin.surya@unram.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 27 Nopember 2025

Disetujui : 29 Desember 2025

Dipublikasi : 6 Januari 2026

ABSTRACT

This study examines the dynamics of dividend policy in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the post-pandemic period of 2020–2024. Using panel data regression analysis, 40 manufacturing firms were selected through purposive sampling and analyzed using Eviews 12 software. Empirical evidence on corporate dividend policy behaviour in the post-pandemic period, particularly in developing countries, is still limited and shows inconsistent results. The results show that leverage and profitability have a negative and significant effect on dividend policy. This finding contradicts the signalling theory perspective and is important because it indicates that in the post-pandemic period, manufacturing companies in Indonesia prioritise profit retention to strengthen financial resilience and support reinvestment rather than using dividends as a performance signal. Furthermore, the negative and significant influence of leverage indicates that the higher a company's dependence on debt-based financing, the more limited its ability to distribute dividends to shareholders. Meanwhile, collateral assets, free cash flow, and investment opportunity set did not show a significant influence. The main contribution of this study lies in confirming that the relationship between profitability and dividend policy is contextual and not universal, especially in post-crisis emerging markets. In practical terms, the results of this study have implications for investor and company managers in evaluating the sustainability of dividends in uncertain economic conditions.

Keywords: collateral assets, dividend policy, free cash flow, investment opportunities, leverage, post-pandemic, profitability

PENDAHULUAN

Sektor manufaktur merupakan salah satu penggerak utama perekonomian Indonesia dan memiliki peran strategis dalam menarik minat investor di pasar modal (Lihu & Tuli, 2023). Sektor ini diproyeksikan tetap menjadi kontributor utama PDB (Produk Domestik Bruto), dengan ekspektasi peningkatan porsi dari 18,34% pada tahun 2022 menjadi 18,98% pada tahun 2024, meskipun kontribusinya meningkat, kenaikan ini diiringi dengan perlambatan laju pertumbuhan aktual. Kondisi ini menunjukkan bahwa sektor manufaktur menghadapi tantangan struktural yang semakin kompleks dalam menjaga kinerja dan keberlanjutan usaha (Badan Pusat Statistik, 2024).

Dalam konteks tersebut, kebijakan dividen menjadi keputusan keuangan yang krusial karena mencerminkan bagaimana perusahaan menyeimbangkan kepentingan pemegang saham dengan kebutuhan pendanaan internal (Miswanto et al., 2022). Bagi investor, dividen sering dipandang sebagai sinyal kinerja dan stabilitas keuangan perusahaan,

sementara bagi manajemen, kebijakan dividen berkaitan erat dengan strategi pembiayaan, pengelolaan risiko, serta keberlanjutan jangka panjang perusahaan. Oleh karena itu, perubahan kondisi ekonomi makro berpotensi memengaruhi pola dan dinamika kebijakan dividen perusahaan (Putra & Bahri, 2023).

Periode pasca-pandemi COVID-19 menghadirkan tantangan baru bagi perusahaan manufaktur di Indonesia. Ketidakpastian ekonomi, tekanan likuiditas, serta meningkatnya kebutuhan pendanaan internal mendorong perusahaan untuk meninjau kembali prioritas keuangan mereka (Ali, 2022). Pada fase pemulihan ekonomi ini, perusahaan tidak hanya dituntut untuk menjaga *profitabilitas*, tetapi juga memperkuat ketahanan finansial dan struktur modal (Liliani et al., 2023). Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa kebijakan dividen pada periode pasca-pandemi berpotensi mengalami pergeseran dibandingkan dengan periode sebelum krisis, sehingga relevan untuk dikaji secara lebih mendalam (Lim & Guangmei, 2025).

Meskipun kebijakan dividen menjadi isu yang banyak diteliti dalam literatur keuangan, bukti empiris yang secara spesifik mengkaji dinamika kebijakan dividen pada periode pasca-pandemi, khususnya di pasar berkembang seperti Indonesia, masih terbatas (Shalini et al., 2024). Sebagian besar penelitian sebelumnya dilakukan pada periode normal dan belum secara spesifik menangkap dinamika kebijakan dividen pada fase pemulihan ekonomi pasca-pandemi (Isah et al., 2025). Selain itu, temuan empiris terdahulu terkait faktor-faktor keuangan yang mempengaruhi kebijakan dividen memperlihatkan hasil yang kontradiktif, sehingga menyisakan ruang penelitian yang belum terjawab secara memadai (Liliani et al., 2023).

Berdasarkan kondisi tersebut, research gap dalam penelitian ini terletak pada keterbatasan bukti empiris yang secara komprehensif mengkaji dinamika kebijakan dividen perusahaan manufaktur pada periode pasca-pandemi covid-19 di pasar berkembang. Perubahan lingkungan ekonomi pasca-krisis berpotensi mengubah hubungan antara karakteristik keuangan perusahaan dan kebijakan dividen, sehingga pengujian ulang dalam konteks yang lebih relevan dan terkini menjadi penting untuk dilakukan dengan mempertimbangkan berbagai karakteristik keuangan perusahaan.

Maka dari itu, Studi ini bertujuan untuk menganalisis dinamika kebijakan pembagian dividen perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI selama periode pasca-pandemi dari tahun 2020-2024, dengan mempertimbangkan peran karakteristik keuangan perusahaan. Studi ini memberikan kontribusi pada literatur kebijakan dividen dengan secara teoritis menunjukkan bahwa, dalam lingkungan pasca-pandemi di pasar berkembang, *profitabilitas* tidak berperan sebagai determinan positif yang kuat terhadap pembayaran dividen sebagaimana diprediksi oleh teori sinyal. Secara empiris, kami menyediakan bukti yang kokoh mengenai pengaruh *collateral assets*, *free cash flow*, *leverage*, *profitabilitas*, dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia pada periode pemulihan ekonomi pasca-pandemi. Secara praktis, temuan kami memberi panduan kepada investor untuk mengkontekstualisasikan sinyal dividen daripada mengasumsikan keselarasan universal antara *profitabilitas* dan pembayaran dividen pada fase pemulihan pasca-pandemi.

STUDI LITERATUR

Signalling theory (teori sinyal) yang diperkenalkan oleh Brigham & Houston, (2021) menjelaskan bahwasannya distribusi kebijakan dividen sebagai sinyal untuk menyampaikan informasi mengenai prospek dan kualitas perusahaan kepada investor ditengah kondisi asimetri informasi (Das & Dhole, 2025). Meskipun demikian, efektivitas sinyal tersebut tidak bersifat absolut, karena investor tetap melakukan evaluasi kritis terhadap kinerja dan kondisi fundamental perusahaan sebelum menafsirkan sinyal yang

diberikan (Junior et al., 2025). Dengan demikian, teori sinyal tidak hanya menyoroti peran dividen sebagai alat komunikasi kinerja, tetapi juga membuka kemungkinan terjadinya perbedaan antara sinyal yang dikirimkan manajemen dan interpretasi pasar terhadap kualitas perusahaan (Dang et al., 2021).

Agency theory (teori keagenan) menjelaskan terkait adanya potensi konflik kepentingan antar pemegang saham (*principal*) dan manajer sebagai (*agent*) akibat perbedaan tujuan dan asimetri informasi (Gosain et al., 2025). Dalam konteks kebijakan dividen, teori ini memandang dividen sebagai mekanisme pengendalian untuk membatasi sikap oportunistik manajer, khususnya didalam penggunaan dana perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Namun demikian, efektivitas dividen sebagai alat pengurang konflik keagenan dipengaruhi oleh struktur pendanaan dan karakteristik keuangan perusahaan, sehingga kebijakan dividen tidak selalu mencerminkan kepentingan pemegang saham (Waheed et al., 2024)

Teori dividen residual (*Residual Dividend Theory*) mengemukakan bahwasannya dividen hanya dibagikan apabila masih terdapat sisa laba, pasca perusahaan mendanai semua peluang investasi yang bernilai positif (Weston & Brigham, 1978). Dalam kerangka ini, dividen tidak dipandang sebagai sinyal kinerja, melainkan sebagai konsekuensi dari prioritas penggunaan laba untuk investasi dan pendanaan internal (Hussain & Akbar, 2022). Oleh karena itu, perusahaan dengan kebutuhan investasi yang cukup tinggi cenderung menahan laba guna menerapkan kebijakan dividen yang lebih konservatif, meskipun perusahaan memiliki kinerja keuangan sangat baik (Das & Dhole, 2025).

Kebijakan dividen ialah unsur krusial yang berkaitan dengan diambilnya keputusan mengenai pembiayaan perusahaan, khususnya terkait dengan distribusi (Bae et al., 2021). Dalam bidang manajemen keuangan, sebagian dari keuntungan bersih perusahaan dialihkan terlebih dahulu sebagai imbal hasil kepada pemilik saham yang kemudian dikenal sebagai dividen (Waheed et al., 2024). Sementara bagian lainnya sengaja disisihkan sebagai cadangan penguatan modal, atau yang disebut laba ditahan, guna menyediakan dukungan finansial bagi agenda ekspansi dan investasi perusahaan pada periode mendatang (Chettri & Kharkongor, 2022).

Collateral assets ialah aset yang dimiliki perusahaan yang bisa diagunkan pada kreditor (Trinh et al., 2022). Dalam perspektif *agency theory*, keberadaan aset yang dapat diagunkan berperan dalam mengontrol konflik keagenan dan mengurangi ketergantungan pada laba ditahan, sehingga meningkatkan fleksibilitas pembayaran dividen (Gupta, 2022). Meskipun *collateral assets* berpotensi mendorong penahanan laba guna mendukung ekspansi, fungsi aset agunan sebagai penjamin pendanaan eksternal dinilai lebih dominan dalam mendukung stabilitas keuangan dan kebijakan dividen (Caiazza et al., 2025). Sejumlah riset menunjukkan bahwasannya kebijakan dividen secara signifikan serta positif dipengaruhi oleh aset jaminan (Christabella & Yuniarwati, 2021), (Will, 2022) dan (Layarda & Maulina, 2023). Namun, penelitian lain menunjukkan pengaruh negatif serta tidak signifikan karena aset lebih diprioritaskan sebagai penyangga keuangan (Marsela & Azzahra, 2024), (Wulandari et al., 2022). Berdasarkan pertimbangan tersebut, penelitian ini memposisikan *agency theory* sebagai pendekatan yang relevan. Maka dari itu, berikut perumusan hipotesis pertama:

H₁: *Collateral assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

FCF bisa berarti sebagai jumlah kas sisa pasca perusahaan menyediakan dana untuk seluruh pengeluaran modal dan investasi yang dibutuhkan (Deng et al., 2025). Dalam pandangan *agency theory*, semakin tinggi FCF yang dimiliki perusahaan, besar pula kecenderungan perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen guna mengendalikan

konflik keagenan antar manajer dengan pemegang saham (Junior et al., 2025). Sebaliknya, *residual dividend theory* memandang FCF sebagai sumber pendanaan internal yang seharusnya diprioritaskan untuk membiayai proyek investasi daripada pembagian dividen khususnya pada periode pasca-pandemi (Trinh et al., 2022). Dalam perspektif *agency theory*, pandangan ini sejalan dengan temuan (Handayani, 2022), (Bae et al., 2021), dan (Marsela & Azzahra, 2024) yang menyimpulkan bahwa FCF berdampak signifikan serta positif bagi kebijakan dividen. Namun terdapat riset lain yang mengonfirmasi bahwa FCF berdampak negatif terhadap kebijakan dividen karena perusahaan cenderung menahan kas guna mendukung kebutuhan investasi dan menjaga fleksibilitas keuangan (Wulandari et al., 2022), (Junior et al., 2025). Dengan demikian, penelitian ini memposisikan *agency theory* sebagai pendekatan yang lebih dominan dalam memaparkan hubungan antara FCF dengan kebijakan dividen. Oleh sebab itu, berikut hipotesis kedua dibentuk:

H₁: Free Cash Flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Leverage menggambarkan penggunaan utang oleh perusahaan pada struktur pendanaannya (Lim & Guangmei, 2025). Dalam perspektif *signaling theory*, penggunaan utang dianggap sebagai sinyal kepercayaan manajemen terhadap prospek dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya dimasa depan, sehingga tetap mempertahankan pembayaran dividen guna menjaga kredibilitas di mata investor (Bae et al., 2021). Sebaliknya, teori dividen residual memandang leverage sebagai faktor yang memperkecil laba residual yang tersedia untuk dibagikan sebagai dividend, karena perusahaan harus memprioritaskan kewajiban finansial sebelum melakukan distribusi dividen (Abdullah et al., 2025). Sejalan dengan *residual dividend theory*, (Ali, 2022), (Dang et al., 2021), (Lim & Guangmei, 2025) mengonfirmasi bahwasannya leverage memiliki pengaruh signifikan serta negatif bagi kebijakan dividen, meskipun ada beberapa studi lain menunjukkan dampak positif tidak signifikan karena dividen tetap dipertahankan sebagai sinyal stabilitas (Chowanda & Nariman, 2023), (Miswanto et al., 2022). Dalam konteks pasca-pandemi, meningkatnya risiko keuangan menjadikan tekanan kewajiban utang lebih dominan dibandingkan fungsi sinyal. Berdasarkan pertimbangan tersebut, penelitian ini memposisikan *residual dividend theory* sebagai pendekatan yang lebih relevan. Oleh sebab itu, hipotesis yang ketiga ialah:

H₃: Leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

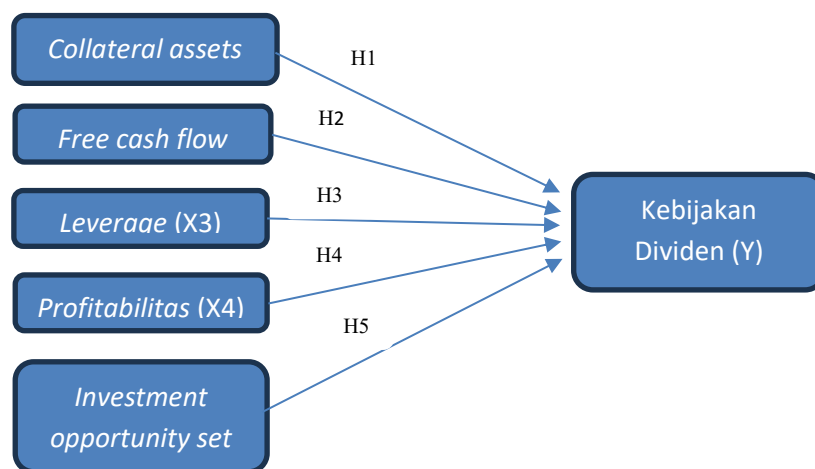
Profitabilitas mencerminkan kapasitas perusahaan untuk meraih laba serta menjadi indikator penting kinerja keuangan (Deng et al., 2025). Menurut *signaling theory*, tingkat laba yang tinggi dipandang sebagai sinyal positif mengenai prospek perusahaan, sehingga mendorong peningkatan pembayaran dividen untuk menjaga kepercayaan investor (Caiazzo et al., 2025). Sebaliknya, *residual dividend theory* memandang dividen sebagai keputusan subordinat terhadap kebutuhan investasi, sehingga laba cenderung ditahan sebagai sumber pendanaan internal (Njoku & Lee, 2024). Sejalan dengan *signaling theory* (Lim & Guangmei, 2025), (Ali, 2022) dan (Lihu & Tuli, 2023) telah membuktikan secara empiris bahwasannya dividen secara positif serta signifikan dipengaruhi *profitabilitas*. Namun, sejumlah penelitian lain menemukan bahwasannya *profitabilitas* berdampak negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen karena laba lebih diprioritaskan untuk pendanaan investasi dan penguatan keuangan internal, khususnya pada periode pasca-krisis (Maharani & Valdiansyah, 2025), (Fitri et al., 2024). Dalam konteks pemulihan pasca-pandemi, *profitabilitas* yang stabil memungkinkan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan investasi sekaligus mempertahankan pembayaran dividen sebagai sinyal kinerja guna menjaga kepercayaan investor (Shalini et al., 2024). Berdasarkan pertimbangan tersebut,

penelitian ini memposisikan *signaling theory* sebagai pendekatan yang lebih relevan dalam menguraikan hubungan antara *profitabilitas* dan pendistribusian dividen. Maka dari itu, dirumuskan hipotesis keempat berupa:

H₄: Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Investment opportunity set (IOS) mencerminkan peluang investasi perusahaan di masa mendatang (Harakeh, 2020). Menurut *residual dividend theory*, perusahaan dengan IOS tinggi lebih cenderung memprioritaskan laba guna pendanaan investasi sebelum membagikan dividen, sehingga pembayaran dividen menjadi lebih rendah (Das & Dhole, 2025). Sebaliknya, *signaling theory* memandang dividen sebagai sinyal prospek perusahaan kepada investor. Namun, dalam konteks kebutuhan pendanaan investasi yang tinggi, peran dividen sebagai sinyal dinilai kurang dominan dibandingkan kebutuhan pendanaan internal (Dang et al., 2021). Sejalan dengan *residual dividend theory*, (Putra & Bahri, 2023), (Will, 2022) serta (Yunita & Suwardjo, 2023) yang mengemukakan bagaimana kebijakan dividen dengan negatif serta signifikan dipengaruhi oleh IOS. Meskipun demikian, beberapa penelitian lain menunjukkan bahwasannya IOS tidak berdampak signifikan atau bahkan berdampak positif terhadap distribusi dividen karena perusahaan tetap menjaga stabilitas dividen sebagai sinyal kepercayaan investor (Harakeh, 2020), (Chettri & Kharkongor, 2022). Berdasarkan pertimbangan tersebut, penelitian ini memposisikan *residual dividend theory* sebagai pendekatan yang lebih relevan, Oleh karena, Hipotesis kelima diajukan:

H₅: Investment opportunity set berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen



Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE

Riset ini menerapkan metodologi kuantitatif dengan pendekatan asosiatif. Metode ini bertujuan guna melihat bagaimana variabel bebas (*collateral assets*, FCF, *leverage*, *profitabilitas*, serta IOS) berinteraksi satu sama lain, atau hubungannya satu sama lain terhadap variabel terikat, yakni kebijakan dividen (Sekaran & Bougie, 2016). Seluruh entitas manufaktur yang masuk dalam pencatatan BEI selama tahun 2020–2024 menjadi himpunan unit analisis pada penelitian ini. Pemilihan sebagian unit dari populasi tersebut dilakukan melalui metode seleksi berbasis tujuan yang dikenal sebagai *purposive sampling* yakni cara penyaringan sampel menggunakan syarat-syarat khusus yang telah dirumuskan agar selaras dengan fokus penelitian (Miswanto et al., 2022). Sumber informasi yang digunakan sepenuhnya berasal dari bahan data tidak langsung, atau data sekunder.

Dokumen resmi seperti laporan tahunan, laporan keuangan yang teraudit, serta publikasi lain diterbitkan oleh BEI sekaligus yang tersedia di web resminya dimanfaatkan sebagai guna dikumpulkannya data riset.

Melalui survei sampel serta dokumentasi, data pada studi ini dikumpulkan. Data penelitian dikumpulkan secara khusus bersumber atas laporan tahunan dari perusahaan sampel, yang bisa diunduh dari situs resmi BEI. Regresi data panel digunakan dengan *software* Eviews 12. Model ini dipilih karena dapat menggabungkan data *cross-section* dan runtun waktu. Menurut (Handayani, 2022), integrasi kedua dimensi data ini dapat menghasilkan estimasi yang lebih presisi, terutama dalam menangani isu heterogenitas data. Secara ekonomis, penggunaan fixed effect dipandang tepat karena kebijakan dividen dipengaruhi oleh karakteristik internal perusahaan yang relatif stabil, seperti budaya manajerial, struktur kepemilikan, dan kebijakan keuangan jangka panjang, yang sulit diukur secara eksplisit dalam model.

Meskipun demikian, penelitian ini menyadari adanya potensi permasalahan endogeneity, khususnya kemungkinan hubungan dua arah antara karakteristik keuangan perusahaan dan kebijakan dividen, serta adanya variabel lain yang tidak terobservasi dan berubah seiring waktu. Selain itu, terdapat kemungkinan bias yang timbul akibat variabel relevan lainnya yang tidak dimuat ke dalam model. Fixed effect model digunakan untuk meminimalkan bias akibat omitted variables yang bersifat time-invariant, namun model ini belum sepenuhnya mampu mengatasi endogeneity yang bersumber dari simultanitas atau reverse causality.

Selain itu, penggunaan fixed effect model juga memiliki keterbatasan dalam menangkap pengaruh variabel yang bersifat time-invariant serta dinamika penyesuaian kebijakan dividen dari waktu ke waktu (Putra & Bahri, 2023). Maka dari itu, hasil riset ini diinterpretasikan dengan mempertimbangkan keterbatasan model serta generalisasi temuan dilakukan secara hati-hati. Robustness check dalam penelitian ini masih terbatas pada penggunaan alternatif proksi variabel penelitian untuk menguji konsistensi arah dan signifikansi koefisien, sehingga penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan teknik pendekatan metodologis yang lebih komprehensif, seperti dynamic panel atau instrumental variables, guna memperkuat validitas kausalitas hasil penelitian. Adapun berikut kriteria penggambaran atas pemilihan dari sampel pada riset:

Tabel 1. Kriteria Sampel

No	Keterangan	Jumlah
	Populasi: Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	228
1	Perusahaan sektor manufaktur yang tidak tercatat dan aktif di BEI selama periode 2020 - 2024	(51)
2	Perusahaan tidak menyajikan laporan keuangan lengkap dan konsisten selama periode 2020-2024	(30)
3	Perusahaan yang tidak konsisten mempublikasikan informasi dividen tunai (cash dividen) tahunan selama periode 2020-2024	(27)
4	Laporan keuangan tidak menggunakan mata uang rupiah	(55)
5	Memiliki laba bersih negatif selama periode penelitian 2020-2024	(25)
Sampel Penelitian		40
Total Sampel (n x periode penelitian) (40 x 5 tahun)		200

Berlandaskan kriteria *purposive sampling* yang telah ditetapkan (seperti dirinci pada Tabel 1), riset ini berhasil memperoleh sampel akhir. Sampel tersebut terdiri dari 40

perusahaan sektor manufaktur selama periode 5 tahun (2020-2024), sehingga total observasi (data panel) yang digunakan adalah 200 sampel.

Variabel Penelitian Operasional

1. Kebijakan Dividen (Y)

Proporsi keuntungan bersih perusahaan yang dialokasikan untuk diberikan pada pemilik saham juga dianggap sebagai pengembalian investasi. Guna menilai kembali kebijakan dividen, terdapat rasio seperti yang dijabarkan oleh (Sartono, 2010):

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \times 100\%$$

2. Collateral assets (X1)

Persentase aset tetap perusahaan yang dijadikan agunan pinjaman. Aset agunan diukur menggunakan rasio berikut (Kasmir, 2019):

$$CA = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

3. Free cash flow (X2)

Variabel ini merujuk pada ketersediaan kas bebas perusahaan setelah membiayai kebutuhan investasi serta modal kerja. Indikator FCF dihitung menggunakan formula dari (Sartono, 2010):

$$FCF = \text{Arus Kas Bersih} - \text{Belanja Modal}$$

4. Leverage (X3)

Variabel ini mengukur tingkat ketergantungan suatu perusahaan terhadap pendanaan yang berbasis utang (eksternal) dibandingkan dengan modal sendiri (internal). *Leverage* diukur menggunakan rasio-rasio berikut (Kasmir, 2019):

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

5. Profitabilitas (X4)

Variabel ini menggambarkan kapabilitas perusahaan dalam menciptakan keuntungan yang bersumber atas total aset yang digunakannya. Rasio yang diaplikasikan guna mengukur ROA (*profitabilitas*) menurut (Kasmir, 2019) adalah:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

6. Investment opportunity set (X5)

Variabel ini mewakili kesempatan atau peluang yang bagi perusahaan guna melakukan investasi di masa depan. Berikut pemanfaatan rasio (PBV) menurut (Sartono, 2010) adalah:

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku Per Saham}}$$

HASIL

Tabel 2. Hasil Uji Statistik Deskriptif

CA	FCF	DER	ROA	PBV	DPR
----	-----	-----	-----	-----	-----

Max	80,00	1.343.000.000.000	99,93	30,20	5,50	99,67
Min	5,11	11.300.000.000	8,89	0,26	0,01	10,04
Mean	43,44	377.000.000.000	51,96	10,14	1,59	50,64
Std. Dev	18,84	326.000.000.000	26,02	6,74	1,18	25,79
Observation	200	200	200	200	200	200

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Mengacu pada perolehan analisis deskriptif terhadap 200 pengamatan, karakteristik statistik dari setiap variabel penelitian diperoleh. Untuk variabel aset jaminan (X1), nilai terkecil yang tercatat adalah 5,11 serta nilai terbesar mencapai 80,00, dengan rerata 43,44 serta standar deviasi 18,84. Variabel arus kas bebas menunjukkan rentang nilai minimum 11.300.000.000 hingga maksimum 1.343.000.000.000, dengan rata-rata 377.000.000.000 dan standar deviasi 326.000.000.000. Selain itu, variabel *leverage* mempunyai skor minimal 8,89 serta maksimal 99,93, dengan skor rerata 51,96 serta standar deviasi 26,02. Untuk variabel *profitabilitas*, nilai terendah ialah 0,26 lalu tertinggi 30,20, dengan rerata 10,14 serta standar deviasi 6,74. Variabel peluang investasi memiliki rentang nilai minimum 0,01 hingga maksimum 5,50, dengan skor rerata 1,59 serta standar deviasi 1,18. Terakhir, untuk variabel kebijakan dividen, nilai minimum adalah 10,04 dan maksimum 99,67, dengan skor rerata 50,64 sekaligus standar deviasi 25,79.

Tabel 3. Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effect Test			
Equation: EQ FEM A			
Test Cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	35.570529	(39,155)	0
Cross-section Chi-square	459.514592	39	0

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Skor probabilitas atas *cross-section* F sebesar $0,0000 < 0,05$. Perihal tersebut memperlihatkan bahwasanya penolakan (H0), yang menajdkikan CEM tidak untuk riset ini. Maka dari itu, guna pengestimasi persamaan regresi, FEM merupakan model yang sesuai

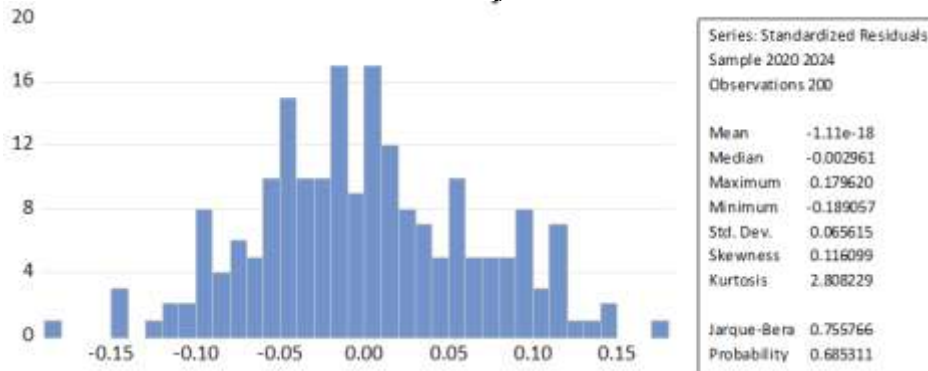
Tabel 4. Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: EQ_REM_B			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	26.572426	5	0.0001

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Mengacu pada pengujian hausman, angka probabilitas *cross-section* random didapatkan yaitu $0,0001 < 0,05$. REM tidak sesuai untuk penelitian ini. Jadi, FEM merupakan model terbaik untuk mengestimasi persamaan regresi.

Tabel 5. Hasil Uji Normalitas



Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Mengacu pada tabel 8, didapatkan probabilitas yaitu $0,685311 > 0,05$. Oleh sebab itu, bisa diambil kesimpulan bahwasanya data residual yang ditemukan pada model regresi terdistribusi normal serta mencukupi asumsi normalitas.

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinieritas

	CA	FCF	DER	ROA	PBV
CA	1.00000	0.14473	0.27086	-0.19427	-0.24148
FCF	0.14473	1.00000	0.09523	0.24266	0.24319
DER	0.27086	0.09523	1.00000	-0.32045	-0.03214
ROA	-0.19427	0.24266	-0.32045	1.00000	0.56150
PBV	-0.24148	0.24319	-0.03214	0.56150	1.00000

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Berlandaskan kesimpulan penelitian Multikolinieritas (Tabel 9), dapat diamati bahwa nilai korelasi antara semua variabel bebas memperlihatkan angka di bawah 0,80. Sesuai kriteria pengujian, hasil ini mengindikasikan bahwa H_0 diterima, yang berarti tidak terdeteksi adanya gejala multikolinieritas pada model regresi studi ini.

Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100882	0.044589	2.26247	0.0251
CA	-0.03057	0.078726	-0.3883	0.6983
FCF	1.16E-14	1.22E-14	0.948898	0.3441
DER	-0.03009	0.033128	-0.90841	0.3651
ROA	-0.06817	0.141622	-0.48133	0.631
PBV	-0.0109	0.006738	-1.61769	0.1078

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Nilai probabilitas variabel independen lebih dari taraf signifikansi 0,05. Kondisi tersebut memperlihatkan bahwasanya model dari regresi terbebas atas adanya gejala dari heteroskedastisitas.

Tabel 8. Hasil Uji Autokorelasi

R-squared	0.935281
Adjusted R-squared	0.916909
S.E. of regression	0.074343
Sum squared resid	0.856659
Log likelihood	261.5156
F-statistic	50.90814
Prob(F-statistic)	0
Mean dependent var	0.506493
S.D. dependent var	0.257905
Akaike info criterion	-2.165156
Schwarz criterion	-1.423035
Hannan-Quinn criter.	-1.864831
Durbin-Watson stat	2.01958

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12 (2025)

Tabel 11 menampilkan Nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,0195, N = 200, K = 5 (sig. 5%), diketahui DU adalah 1,8199, 4-DU adalah 2,1801. Kriteria tidak adanya autokorelasi terpenuhi apabila perolehan kalkulasi memperlihatkan bahwasanya $DU < DW < 4-DU$ atau $1,8199 < 2,0195 < 2,1801$, diambil kesimpulan bahwasanya model studi ini bebas dari gejala autokorelasi.

Tabel 9. Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.749776	0.093532	8.016275	0.000000
CA	-0.172385	0.165166	-1.043705	0.298200
FCF	0.028865	0.025614	1.126953	0.261500
DER	-0.178662	0.069506	-2.570452	0.011100
ROA	-0.645268	0.297165	-2.171414	0.031400
PBV	-0.013130	0.014132	-0.929116	0.354300

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Persamaan regresi panel data untuk studi ini ialah sebagai berikut, mengacu pada perolehan estimasi FEM, yang merupakan model terbaik:

$$DPR = 0.7498 - 0.1724 CA + 0.0289 FCF - 0.1787^{**}DER - 0.6453^{**}ROA - 0.0131 PBV + e$$

Catatan: *p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01

Berlandaskan perolehan analisis regresi data panel, didapatkan skor konstanta sebesar 0,7498, yang memperlihatkan bahwasanya jika seluruh variabel independen dianggap konstan, menjadikan nilai DPR berada pada angka 0,7498. Dari variabel-variabel yang diteliti, FCF menunjukkan koefisien positif sebanyak 0.0289; perihal tersebut mengindikasikan bahwasanya DPR akan turut meningkat sebanyak 0.0289 seiring dengan

setiap peningkatan 1 satuan pada *FCF*. Sebaliknya, empat variabel independen lainnya menunjukkan arah pengaruh yang negatif. Koefisien *collateral assets* (*CA*) tercatat sebanyak -0,1724, yang berarti setiap 1 satuan *CA* yang meningkat mampu mengurangi *DPR* sejumlah 0,1724, dengan asumsi variabel lain konstan. Demikian pula, *leverage* (*DER*) sebanyak -0,1787, yang berarti setiap 1 satuan *DER* yang meningkat mampu menurunkan *DPR* sebesar 0,1787. Pengaruh negatif juga ditemukan pada *profitabilitas* (*ROA*) dengan koefisien -0.6453 dan *investment opportunity set* (*PBV*) dengan koefisien -0.0131. Ini menyiratkan bahwa setiap 1 satuan *ROA* yang meningkat, mampu menurunkan tingkat *DPR* sebesar 0.6453, dan setiap 1 satuan *PBV* yang meningkat, mampu menurunkan *DPR* sebanyak 0.0131.

Uji hipotesis studi diawali dengan Uji T (Uji Parsial) guna menganalisa dampak masing-masing variabel bebas secara individual bagi kebijakan dividen, yang terlihat pada Tabel 9. Dari kelima hipotesis yang diajukan, hanya dua variabel yang menunjukkan pengaruh signifikan. Pertama, variabel *leverage* (*DER*) ditemukan berdampak negatif dan signifikan, dengan nilai sig. 0,0111 yang $< 0,05$. Temuan ini bermakna H_3 diterima. Secara ekonomi, temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan penggunaan utang membatasi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen dikarenakan laba lebih diprioritaskan guna memenuhi kewajiban kepada kreditur. Sehingga kebijakan dividen lebih restriktif. Kedua, variabel *profitabilitas* (*ROA*) juga ditemukan berdampak signifikan dengan nilai sig. 0,0314 ($< 0,05$). Akan tetapi, karena hipotesis H_4 mengasumsikan pengaruh positif, sedangkan hasil regresi (terlihat di Tabel 9) menunjukkan arah koefisien yang negatif, maka H_4 ditolak. Secara ekonomi, hasil ini mengindikasikan bahwa laba yang lebih tinggi tidak secara otomatis mendorong peningkatan dividen, karena perusahaan cenderung menahan laba untuk kebutuhan internal seperti pendanaan investasi atau penguatan keuangan. Di sisi lain, tiga variabel sisanya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan secara statistik. *Collateral assets* (*CA*) memperoleh nilai sig. 0,2982, *FCF* memperoleh nilai sig. 0,2615, dan *investment opportunity set* (*PBV*) memperoleh nilai sig. 0,3543. Karena ketiga nilai dari signifikansi bernilai $> 0,05$, berarti hipotesis H_1 , H_2 , serta H_5 ditolak. Secara ekonomi, penemuan ini mengindikasikan bahwasannya selama periode penelitian, keputusan pembagian dividen tidak secara langsung dipengaruhi oleh ketersediaan aset jaminan, arus kas bebas, maupun peluang investasi yang dimiliki perusahaan.

Setelah pengujian parsial, kecocokan model secara keseluruhan dievaluasi melalui Uji F (Uji kecocokan model). Berlandaskan hasil pada Tabel 8, didapatkan nilai F-hitung yaitu 50,90814 dan skor probabilitas ialah 0,0000. H_0 ditolak serta H_a diterima karena skor probabilitas jauh dibawah taraf signifikansi 0,05 ($0,0000 < 0,05$). Temuan ini menegaskan bahwasannya model regresi yang diaplikasikan dinilai sangat tepat (layak).

Terakhir, untuk mengukur kekuatan model dalam menggambarkan variabel dependen, digunakan Pengujian Koefisien Determinasi. Hasil pada Tabel 8 memperlihatkan skor *Adjusted R-squared* (*Adjusted R²*) 0,9169. Nilai yang tinggi ini membuktikan bahwasannya variasi dari kelima variabel bebas yang diaplikasikan pada studi dapat menjabarkan sebesar 91,69% variasi pada variabel kebijakan dividen. Sementara itu, sisa pengaruh sebesar 8,31% dijelaskan oleh sejumlah faktor ataupun variabel eksternal lainnya. Meskipun demikian, nilai *Adjusted R²* yang relatif tinggi perlu diinterpretasikan secara hati-hati, karena berpotensi mencerminkan dominannya efek spesifik perusahaan yang ditangkap oleh model fixed effect, bukan semata-mata kekuatan variabel prediktif independen. Kondisi ini mengindikasikan adanya potensi overfitting, dimana model sangat

sesuai dengan data sampel namun belum tentu memiliki daya generalisasi yang kuat di luar periode dan sampel penelitian. Maka dari itu, hasil penelitian ini berlaku secara kontekstual dan tidak dimaksudkan untuk menarik kesimpulan kausal yang bersifat universal.

Tabel 10. Uji VIF

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.003295	14.99713	NA
CA	0.007408	7.555579	1.191950
FCF	0.002408	2.716409	1.156439
DER	0.004102	6.299798	1.258144
ROA	0.084745	5.71437	1.745473
PBV	0.000253	4.566835	1.620123

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Perolehan uji VIF memperlihatkan bahwasannya angka centered VIF variabel independen berada dibawah 10, yang berarti model regresi tidak mengalami gejala multikolinearitas.

Tabel 11. Alternatif Proxy

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.737303	0.090708	8.128339	0.0000
CA	-0.203455	0.168133	-1.210087	0.2281
FCF	0.028572	0.025574	1.117210	0.2656
DER	-0.122341	0.072983	-1.676296	0.0957
ROE	-0.463715	0.210516	-2.202760	0.0291
PBV	-0.012976	0.014124	-0.918755	0.3597

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Setelah dilakukan uji robustness menggunakan alternatif proxy dengan mengganti ROA menjadi ROE, koefisien *profitabilitas* berubah dari $-0,0314$ menjadi $-0,0291$ dan tetap signifikan pada $p < 0,05$. Konsistensi arah dan signifikansi koefisien ini menegaskan bahwa hubungan negatif profitabilitas terhadap kebijakan dividen tetap bertahan setelah perubahan spesifikasi model. Sebaliknya, variabel *leverage* menunjukkan penurunan signifikansi, dimana nilai probabilitas berubah dari $-0,0111$ menjadi $-0,0957$ dan tidak lagi signifikan secara statistik. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengaruh leverage bersifat sensitif terhadap spesifikasi model, sehingga hasil terkait leverage perlu diinterpretasikan secara lebih hati-hati. Secara keseluruhan, stabilitas hasil di berbagai spesifikasi mengonfirmasi keandalan kesimpulan yang dihasilkan.

Tabel 12. Uji Sensitivity Test

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.749776	0.05548	13.51443	0.0002
CA	-0.17239	0.058949	-2.92432	0.0431
FCF	0.028865	0.022768	1.267806	0.2736
DER	-0.17866	0.059834	-2.98597	0.0405
ROA	-0.64527	0.195755	-3.2963	0.0300
PBV	-0.01313	0.012159	-1.07992	0.3409

Sensitivitas test dilakukan menggunakan metode Robust Standard Errors (White Cross-section). Hasil menunjukkan konsistensi pada variabel utama, di mana probabilitas *leverage* berubah dari $-0,0111$ menjadi $-0,0405$ dan *profitabilitas* dari $-0,0314$ menjadi $-0,0300$ yang tetap berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik. Menariknya, dalam pengujian robust ini, *collateral assets* terdeteksi memiliki perubahan signifikansi dari tidak signifikan pada uji utama -0.2982 menjadi signifikan pada uji sensitivitas -0.0431 . Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh aset jaminan mungkin sensitif terhadap metode estimasi yang digunakan.

Tabel 13. Uji White

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003932	0.00159	2.47399	0.0142
CA	0.001193	0.002384	0.500681	0.6172
FCF	0.000542	0.001359	0.399035	0.6903
DER	0.000836	0.001774	0.471564	0.6378
ROA	-0.006866	0.008062	-0.851685	0.3954
PBV	-0.000069	0.000441	-0.156625	0.8757
R-squared	0.015189	Mean dependent var	0.004283	
Adjusted R-squared	-0.010193	S.D. dependent var	0.005775	
S.E. of regression	0.005805	Akaike info criterion	-7.430751	
Sum squared resid	0.006537	Schwarz criterion	-7.331801	
Log likelihood	749.0751	Hannan-Quinn criter.	-7.390707	
F-statistic	0.598409	Durbin-Watson stat	1.901293	
Prob(F-statistic)	0.701209			

Sumber: Data diolah menggunakan Eviews 12, 2025

Perolehan uji white menunjukkan bahwasannya $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.7012 > 0.05$, sehingga model terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

PEMBAHASAN

Hasil uji hipotesisi H1 menemukan bahwasannya kebijakan dividen secara negatif dipengaruhi oleh *collateral assets*, tetapi tidak signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa besarnya aset yang dapat dijaminakan belum menjadi penentu utama dalam keputusan pembagian dividen perusahaan manufaktur Indonesia. Dalam perspektif teori keagenan, aset jaminan cenderung dimanfaatkan sebagai instrumen untuk memperoleh perlindungan eksternal guna mendukung aktivitas operasional dan ekspansi perusahaan, bukan sebagai sarana untuk menjamin pembayaran dividen kepada pemegang saham. Secara kontekstual, pada periode pasca-pandemi 2020–2024, perusahaan manufaktur menghadapi dampak ekonomi yang tinggi sehingga aset tetap lebih diprioritaskan sebagai penyangga keuangan dibandingkan sebagai dasar komitmen dividen. Kondisi ini menjelaskan mengapa hubungan *collateral assets* dan kebijakan dividen tidak signifikan, sekaligus memperkuat argumen bahwa potensi konflik kepentingan antar manajer dan pemilik saham masih relevan didalam pengelolaan aset perusahaan. Secara ilmiah, temuan ini menegaskan bahwa peran agunan aset terhadap dividen bersifat kontekstual dan sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi sehingga tidak dapat digeneralisasikan secara universal. Hasil riset ini seras dengan penelitian terdahulu oleh, (Putra & Bahri, 2023), (Marsela & Azzahra, 2024), (Wijaya & Yuniarwati, 2023) yang juga tidak menemukan adanya pengaruh pada kebijakan dividen oleh *collateral assets* secara signifikan.

Perolehan atas pengujian pada H2 menunjukkan bahwasanya besaran FCF menampilkan hubungan yang searah, tetapi tidak mencapai tingkat signifikansi statistik terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menandakan bahwa ketersediaan dana yang tersisa setelah seluruh aktivitas operasional dan investasi terpenuhi tidak menjadi faktor dominan dalam menentukan nilai dividen. Dalam perspektif teori keagenan, FCF yang besar justru membuka ruang bagi manajer untuk mempertahankan dana internal guna pendanaan proyek strategis atau menjaga janji keuangan perusahaan, meskipun keputusan tersebut tidak selalu sejalan dengan preferensi pemegang saham yang mengharapkan dividen tunai. Dalam konteks perusahaan manufaktur Indonesia pada periode pemulihan pasca-pandemi, kehati-hatian manajemen dalam mengelola likuiditas menjadi alasan utama mengapa FCF tidak secara signifikan mempengaruhi kebijakan dividen. Secara ilmiah temuan ini menunjukkan bahwa FCF lebih merefleksikan potensi konflik keagenan dibandingkan sebagai indikator langsung kemampuan pembayaran dividen, sehingga pengaruhnya bersifat kontekstual tidak universal. Hasil ini sejalan dengan temuan (Taniel & Tjakrawala, 2024), (Layarda & Maulina, 2023), (Wulandari dkk., 2022) yang juga tidak ditemukan kehadiran pengaruh yang signifikan dari FCF.

Perolehan pada pengujian H3 memperlihatkan bahwasanya tingkat penyerapan dana melalui *leverage* memberikan dampak negatif serta signifikan secara statistik bagi kebijakan dividen. Berarti, peningkatan porsi pendanaan yang bersumber dari utang membuat ruang bagi perusahaan untuk mendistribusikan laba kepada pemegang saham menjadi semakin terbatas. Temuan ini sejalan dengan perspektif teori dividen residual, yang menyebutkan bahwa dividen hanya terpenuhi setelah perusahaan memenuhi kebutuhan investasi dan kewajiban keuangan lainnya. Sehingga peningkatan utang secara langsung membatasi kemampuan perusahaan dalam membagikan laba kepada pemegang saham. Secara kontekstual, pada periode pascapandemi, tekanan kewajiban utang menjadi lebih dominan sehingga mendorong perusahaan untuk menahan laba guna menjaga stabilitas keuangan. Secara ilmiah, hasil ini memperkuat validitas teori dividen residual dalam menjelaskan kebijakan dividen pada perusahaan dengan struktur modal yang lebih agresif, khususnya di pasar berkembang. Hasil ini sejalan dengan temuan empiris (Ali, 2022), (Dang et al., 2021) serta (Lim & Guangmei, 2025) yang juga menemukan dampak negatif signifikan dari *leverage* pada kebijakan dividen.

Hasil studi untuk H4 memperlihatkan bahwasanya kebijakan dividen secara signifikan serta negatif dipengaruhi oleh *profitabilitas*, sehingga menolak hipotesis awal. Hasil ini menyiratkan bahwa peningkatan *profitabilitas* pada periode pasca-pandemi justru diiringi dengan penurunan pembayaran dividen. Secara teoritis, temuan ini bertentangan dengan interpretasi (Brigham & Houston, 2021) mengenai perilaku sinyal, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dalam konteks pasca-krisis di pasar berkembang, batasan likuiditas dan kebutuhan menjaga fleksibilitas keuangan menekan pembayaran dividen yang didorong oleh motivasi sinyal. Kondisi ini mengindikasikan bahwa mekanisme sinyal tidak bersifat universal, melainkan kondisional, sehingga perlu diinterpretasikan ulang pada fase pemulihan ekonomi di mana kelangsungan hidup dan stabilitas perusahaan lebih diprioritaskan dibandingkan sinyal reputasi kepada investor. Dengan demikian, temuan ini mengkritisi asumsi utama teori sinyal yang memandang dividen sebagai mekanisme sinyal yang stabil dan universal. Hasil penelitian ini mengimplikasikan bahwa kekuatan sinyal *profitabilitas* melalui dividen bersifat kontekstual, serta sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro serta strategi adaptif perusahaan. Temuan ini sejalan dengan (Maharani & Valdiansyah, 2025), (Layarda & Maulina, 2023), (Chowanda & Nariman, 2023), (Noviyana & Rahayu, 2021) yang mendapati adanya berpengaruh negatif serta signifikan bagi kebijakan dividen.

Perolehan atas uji H5 menemukan bahwasanya kebijakan dividen secara negatif tetapi tidak signifikan dipengaruhi oleh variabel IOS. Temuan tersebut mengartikan bahwa tinggi rendahnya potensi atas investasi yang perusahaan manufaktur miliki tidak bisa menjadi faktor penentu utama berkaitan dengan keputusan pembagian dividen pada periode pasca-pandemi. Secara empiris, perusahaan dengan IOS tinggi tidak secara konsisten menurunkan dividen sebagaimana diprediksi dalam *residual dividend theory*. Menurut teori tersebut, laba seharusnya diprioritaskan untuk pendanaan investasi bernilai positif. Namun, lemahnya pengaruh IOS dalam penelitian ini menunjukkan bahwa mekanisme tersebut tidak bekerja secara kuat dalam konteks perusahaan manufaktur Indonesia pasca-pandemi. Kondisi pemulihan ekonomi mendorong perusahaan untuk menjaga stabilitas dividen guna mempertahankan kepercayaan investor, meskipun masih terdapat peluang investasi. Implikasi teoretis dari temuan ini adalah bahwasannya hubungan antara IOS dan kebijakan dividen bersifat kontekstual dan tidak universal, khususnya di pasar berkembang pada fase pasca-krisis. Sesuai dengan temuan dari (Putra & Bahri, 2023), (Yunita & Suwardjo, 2023), (Will, 2022), (Harakeh, 2020) yang mengemukakan jika kebijakan dividen tidak dikenai pengaruh apapun oleh IOS.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis empiris mengenai dinamika kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia pada periode pasca-pandemi 2020–2024, riset ini menemukan bahwasannya dari lima variabel yang diuji, terbukti hanya leverage dan profitabilitas yang berpengaruh negatif serta signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini menunjukkan bahwa keputusan pembagian dividen pada periode pemulihan ekonomi lebih dipengaruhi oleh tekanan kewajiban finansial dan strategi internal perusahaan dibandingkan oleh ketersediaan aset jaminan, free cash flow, maupun peluang investasi

Secara teoretis, penelitian ini memberikan kontribusi dengan menegaskan bahwa teori sinyal tidak selalu berlaku secara linier dalam menjelaskan kebijakan dividen. Temuan profitabilitas yang berpengaruh negatif signifikan mengindikasikan terjadinya pergeseran fungsi dividen, dari mekanisme sinyal eksternal menjadi instrumen internal untuk menjaga ketahanan keuangan perusahaan pasca-krisis. Selain itu, pengaruh negatif leverage memperkuat relevansi teori dividen residual dalam konteks pasar berkembang yang menghadapi tekanan pasca-pandemi. Dengan demikian, penelitian ini membantu menjelaskan inkonsistensi temuan empiris dalam literatur kebijakan dividen sebelumnya.

Dari sisi praktis, temuan ini memiliki implikasi penting bagi pengambilan keputusan di pasar modal, khususnya pada periode pemulihan pasca-pandemi. Hasil penelitian ini membantu mencegah kesalahpahaman dalam menafsirkan profitabilitas dan dividen sebagai sinyal kekuatan finansial, terutama pada fase pemulihan pasca krisis. Bagi investor dan analis keuangan, pemahaman ini mengurangi risiko overvaluation yang timbul dari asumsi usang mengenai fungsi dividen sebagai sinyal kinerja. Sementara itu, bagi manajemen dan pembuat kebijakan, temuan ini menegaskan pentingnya perumusan kebijakan dividen yang lebih adaptif dan berorientasi pada ketahanan keuangan jangka panjang, bukan semata menjaga persepsi pasar

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan metodologis, antara lain penggunaan model regresi data panel statis yang belum sepenuhnya mengatasi potensi endogeneity serta keterbatasan cakupan sampel yang hanya berfokus pada sektor manufaktur. Maka dari itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk menerapkan pendekatan metodologis yang lebih dinamis, memperluas cakupan sektor industri, serta mempertimbangkan variabel tambahan seperti likuiditas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan penjualan. Penelitian lintas negara atau periode observasi yang lebih panjang juga dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif terkait kebijakan dividen

dalam konteks ekonomi global.

REFERENSI

- Abdullah, H., Isiksal, A. Z., & Rasul, R. (2025). Dividend Policy And Firm Value: Evidence Of Financial Firms From Bursa Istanbul Under The Ifrs Adoption. *Journal Of Financial Reporting And Accounting*, 23(1), 350–370. <https://doi.org/10.1108/jfra-04-2022-0147>
- Ali, H. (2022). Corporate Dividend Policy In The Time Of Covid-19: Evidence From The G-12 Countries. *Finance Research Letters*, 46, 102493. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102493>
- Badan Pusat Statistik. (2024, May 15). *Laju Pertumbuhan Pdb Industri Manufaktur, 2024*. Badan Pusat Statistik.
- Bae, K.H., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Board Reforms And Dividend Policy: International Evidence. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 56(4), 1296–1320. <https://doi.org/10.1017/s0022109020000319>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals Of Financial Management*. Salemba Empat.
- Caiazza, E., Gambacorta, L., Oliviero, T., & Shin, H. S. (2025). Corporate Payout Policy: Are Financial Firms Different? *The Review Of Corporate Finance Studies*. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaf025>
- Chettri, N., & Kharkongor, M. J. (2022). Dividend Payout And Firm Value Relationship: Role Of Age And Size. *Emerging Economy Studies*, 8(2), 71–81. <https://doi.org/10.1177/23949015241235036>
- Chowanda, P., & Nariman, A. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Firm Size, Firm Age Dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 5(1), 12–22. <https://doi.org/10.24912/jpa.v5i1.22163>
- Christabella, S., & Yuniarwati. (2021). Pengaruh Leverage, Free Cash Flow, Dan Collateral Asset Terhadap Dividend Policy. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 3. <https://doi.org/10.24912/jpa.v3i3.14924>
- Maharani, A., & Valdiansyah, R. (2025). Pengaruh Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (Bumn) Tahun 2020-2023. *Jurnal Riset Akuntansi*, 15.
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2021). Impact Of Dividend Policy On Corporate Value: Experiment In Vietnam. *International Journal Of Finance & Economics*, 26(4), 5815–5825. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2095>
- Das, S., & Dhole, S. (2025). Dividend Cuts And A Firm's Investment Opportunity Set. *Journal Of Business Finance & Accounting*, 52(1), 91–126. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12801>
- Deng, Y., Casey, M., Yao, H., & Wang, N. (2025). Unraveling The Dynamics Of Corporate Dividend Policy: Evidence From The Property-Liability Insurance Industry. *Journal Of Risk And Financial Management*, 18(5), 222. <https://doi.org/10.3390/jrfm18050222>
- Fitri, N. L., Pangaribuan, D., & Yuniati, T. (2024). Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Food And Beverage. *Sentri: Jurnal Riset Ilmiah*, 3.
- Gosain, N., Kashiramka, S., & Chaudhry, N. (2025). Signaling Vs. Agency Theory: What Drives Dividends Of Promoter-Owned Firms During A Crisis? *Research In*

- International Business And Finance*, 73, 102590.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102590>
- Gupta, M. (2022). Asset Tangibility, Corporate Decisions, And Cash Flow Shocks: Evidence From The Reit Modernization Act. *Review Of Corporate Finance*, 2(2), 393–426. <https://doi.org/10.1561/114.00000018>
- Handayani, W. (2022). Pengaruh Collateralizable Assets, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Subsektor Farmasi . *Jurnal Ilmu Sosial, Manajemen, Dan Akuntansi*, 1, 321–330.
- Harakeh, M. (2020). Dividend Policy And Corporate Investment Under Information Shocks. *Journal Of International Financial Markets, Institutions And Money*, 65, 101184. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101184>
- Hussain, A., & Akbar, M. (2022). Dividend Policy And Earnings Management: Do Agency Problem And Financing Constraints Matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 839–853. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.05.003>
- Isah, F. I., Hamid, W., & Istianandar, F. R. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Free Cash Flow, Good Corporate Governance Dan Asset Growth Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Homanis: Halu Oleo Manajemen Dan Bisnis*, 2, 640–655. <https://doi.org/10.55598/homanis.v2i3.163>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. In *Journal Of Financial Economics* (Vol. 3).
- Junior, D. S. W. D., Hijazi, M. M., & Silva, T. P. (2025). Determinants Of Dividend Payout Policy: More Evidence From Emerging Markets Of <Scp>G20</Scp> Bloc. *International Journal Of Finance & Economics*, 30(4), 4113–4124. <https://doi.org/10.1002/ijfe.3111>
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers.
- Layarda, R. A., & Maulina, F. (2023). Pengaruh Collateral Assets, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen . *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 5(2). <https://doi.org/10.63848/obis.v05n2.5>
- Lihu, M. Y., & Tuli, H. (2023). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Di Bei. *Jambura Accounting Review Journal Homepage*, 4(2). <https://doi.org/10.37905/jar.v4i2.92>
- Liliani, M., Permatasari, A., & Wawolangi, J. A. (2023). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Di Bei Saat Covid-19. *Bip's Jurnal Bisnis Perspektif*, 15(1), 1–13. <https://doi.org/10.37477/bip.v15i1.391>
- Lim, T. S., & Guangmei, L. (2025). The Impact Of The Covid-19 Pandemic On Corporate Performance And Cash Dividend Distribution In China's Manufacturing Industry. *Indonesian Capital Market Review*, 17(1). <https://doi.org/10.7454/icmr.v17i1.1215>
- Marsela, V., & Azzahra, K. (2024). Pengaruh Free Cash Flow, Company Growth, Collateralizable Assets Dan Institusional Ownership Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi Balerang*, 9. <https://doi.org/10.33884/jab.v9i1.9244>
- Miswanto, Fatona, A. Q., & Diana, N. (2022). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Leverage, Likuiditas, Dan Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7. <https://doi.org/10.33474/jimmu.v7i2.17635>
- Njoku, O. E., & Lee, Y. (2024). Revisiting The Effect Of Dividend Policy On Firm Performance And Value: Empirical Evidence From The Korean Market. *International Journal Of Financial Studies*, 12(1), 22. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010022>

- Noviyana, N., & Rahayu, Y. (2021). Pengaruh Firm Size, Investment Opportunity Set (Ios), Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5.
- Putra, A. F., & Bahri, S. (2023). Pengaruh Collateral Assets, Kebijakan Hutang, Dan Investment Opportunity Terhadap Kebijakan Dividen. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 7(2), 1310–1319. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1445>
- Sartono, A. (2010). *Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi* (Edisi 4). BPFE.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Method For Business*. www.wileypluslearningspace.Com
- Shalini, W., Hermiyetti, H., Hulu, T. H. S., Sagala, E., & Ratnawita, R. (2024). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Telekomunikasi Saat Pandemi Covid-19. *Owner*, 8(1), 107–118. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i1.1954>
- Taniel, L., & Tjakrawala, F. X. (2024). Analisis Pengaruh Arus Kas Bebas, Struktur Modal, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 6. <https://doi.org/10.24912/jpa.v6i3.31434>
- Trinh, Q. D., Haddad, C., & Tran, K. T. (2022). Financial Reporting Quality And Dividend Policy: New Evidence From An International Level. *International Review Of Financial Analysis*, 80, 102026. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102026>
- Waheed, A., Hussain, S., Bagh, T., Malik, Q. A., & Ashfaq, R. (2024). Litigation Risk, Ownership Structure And Payout Policy: An Agency Theory Perspective. *Global Business Review*. <https://doi.org/10.1177/09721509241263740>
- Wijaya, C. C., & Yuniarwati, D. (2023). Pengaruh Collateral Asset, Asset Growth, Leverage, Dan Profitability Terhadap Dividend Policy. *Jurnal Paradigma Akuntansi*.
- Will, K. (2022). Pengaruh Likuiditas, Corporate Governance, Collateralizable Assets, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 6.
- Wulandari, B., Siahaan, A., Sitingjak, C. V., & Purba, I. R. (2022). Pengaruh Likuiditas, Free Cash Flow, Leverage, Growth, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Jurnal Manajemen Terapan Dan Keuangan (Mankeu)*, 11(01).
- Yunita, E. V., & Suwardjo, A. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Likuiditas, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Anang Subardjo Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (Stiesia) Surabaya. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 2. <https://doi.org/10.24034/jiaku.v2i1.5>