

BAB IV HASIL DAN ANALISIS PENELITIAN

4.1 Deskripsi Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder untuk setiap variabelnya. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini dimaksudkan untuk meneliti hubungan antara pertumbuhan ekonomi, *profitability*, *free cash flow*, dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan kebijakan dividen sebagai variabel dependen.

Fokus penelitian ini merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 6 tahun terhitung dari 2018 – 2023. Metode yang digunakan dalam melakukan sampling adalah *purposive sampling* dengan hasil yang sudah dijabarkan ada tabel 3.1.

Berdasarkan hasil sampling dengan metode *purposive sampling*, peneliti menghasilkan 13 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian dalam kurun waktu 6 (enam) tahun terakhir. Dengan demikian, di dapatkan 78 sampel penelitian dari 13 perusahaan selama 6 tahun yang terdapat pada tabel 3.2.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Pengolahan data dengan uji statistik deskriptif telah dilakukan untuk memberikan gambaran yang lebih detail terkait data yang digunakan dalam penelitian. Pengujian ini juga merupakan salah satu langkah awal yang akan memberikan gambaran data melalui nilai rata-rata (mean), nilai tengah (Median), nilai maksimum, dan nilai minimum. Adapun hasil pengujian statistik deskriptif dengan menggunakan klasterisasi, antara lain sebagai berikut:

1. Tahun 2018 – 2019 (masa sebelum pandemi Covid-19)

Tabel 4. 1 Analisis Statistik Deskriptif 2018-2019

	DPR	GDP	ROA	FCF	INST
Mean	0.783028	6.806154	0.081183	0.142090	0.673051
Median	0.476214	6.555000	0.074045	0.146085	0.548570
Maximum	3.790558	10.75000	0.410620	0.474236	3.266440
Minimum	-0.071820	3.960000	-0.057224	-0.219681	0.000635
Std. Dev.	0.963448	2.243464	0.080833	0.157334	0.782735
Skewness	1.824893	0.664800	2.501498	0.054406	2.006037
Kurtosis	5.451797	2.538891	11.93449	3.067161	6.959948
Jarque-Bera Probability	20.94326 0.000028	2.145498 0.342067	113.5930 0.000000	0.017713 0.991183	34.42609 0.000000
Sum	20.35873	176.9600	2.110762	3.694350	17.49932
Sum Sq. Dev.	23.20580	125.8282	0.163351	0.618849	15.31684
Observations	26	26	26	26	26

Tabel tersebut merupakan hasil pengujian statistic deskriptif tahun 2018-2019. Dengan menguji variabel dependen dan seluruh variabel independent, maka interpretasi dari hasil analisis statistic deskriptif adalah sebagai berikut:

- a. Uji statistic deskriptif pada variabel dependen yang dalam hal ini adalah kebijakan dividen yang diukur dengan pengukuran Dividen Payout Ratio (DPR) menghasilkan nilai rata-rata (mean) sebesar 0,783028. Artinya, rata-rata perusahaan membagikan dividen kepada pada pemegang saham sebesar 78,3%. Sementara itu, nilai median atau nilai Tengah atas kebijakan dividen. Hasil pengujian menyebutkan bahwa nilai median dari kebijakan dividen adalah sebesar 0,476214 yang di miliki oleh PT Paramita Bangun Sarana, Tbk. angka ini mengisyaratkan bahwa perusahaan distribusi pembagian dividen yang condong kearah positif meskipun angka yang tertera lebih kecil dari nilai rata-rata atau sebesar 47,6%. Selanjutnya merupakan nilai maksimum yang dihasilkan dari pengujian statistic deskriptif. Nilai maksimum pada proksi DPR menunjukkan angka 3,790558 atau sebesar 379%. Kemungkinan yang dapat terjadi dari timbulnya angka ini adalah perusahaan membayarkan dividen lebih besar dari laba bersih yang diperoleh karena menggunakan Cadangan laba pada periode sebelumnya. Namun demikian, hal ini masih jarang terjadi.

Sebaliknya, nilai minimum dari variabel kebijakan dividen di tahun 2018-2019 sebesar -0,071820. Angka ini seringkali muncul pada perusahaan dengan tekanan keuangan yang tinggi dan cenderung ke arah mengalami kerugian operasional. Kemudian untuk nilai standar deviasi untuk variabel ini adalah sebesar $0,9634 < \text{dari } 0,7830$ menandakan sebaran data lebih lebih sempit

- b. Nilai rata-rata variabel pertumbuhan ekonomi menunjukkan angka 6,806154. Angka ini dapat dikatakan mencerminkan kinerja ekonomi makro karena menunjukkan tingkat pertumbuhan ekonomi yang relative stabil dan kuat. Sementara nilai median dari variabel pertumbuhan ekonomi adalah sebesar 6,555000. Angka yang tidak terlalu jauh berbeda dari nilai rata-rata GDP. Dengan demikian nilai Tengah GDP dapat dikatakan deimbang dan menunjukkan distribusi yang simetris

Untuk nilai maksimum, menampilkan angka sebesar 10,75000. Angka tersebut termasuk ke kategori tinggi yang mencerminkan nilai GDP yang baik untuk periode 2018-2019. Sementara itu, nilai minimum GDP sebesar 3,960000, dapat dikatakan kondisi ekonomi makro yang rendah pada periode ini diakibatkan oleh adanya resesi ekonomi. Kemudian untuk nilai standar deviasi untuk variabel ini adalah sebesar $2,2434 < \text{dari } 6,8061$ menandakan sebaran data lebih lebih sempit.

- c. Nilai rata-rata variabel *profitability* yang di proksikan dengan Return on Asset (ROA) sebesar 0,081183. Angka tersebut termasuk dalam golongan indikasi efisiensi yang rendah dalam penggunaan asset. Kemudian nilai median untuk variabel *profitability* adalah sebesar 0,07400. Angka tersebut merupakan angka yang mendekati rata-rata.

Selanjutnya merupakan nilai maksimum dari *profitability*. Nilai maksimum dari variabel ini adalah sebesar 0,401020 atau sebesar 40,1%. Perusahaan dengan nilai sebesar ini merupakan perusahaan yang dapat menunjukkan efisiensi terhadap penggunaan asset dalam

menghasilkan laba. Sementara itu, nilai minimumnya sebesar -0,057224 atau sebesar -5,7%. Perusahaan dengan nilai ROA sebesar ini dapat di asumsikan bahwa mengalami kerugian bersih dan kurang mampu dalam pemanfaatan asset. Kemudian untuk nilai standar deviasi untuk variabel ini adalah sebesar 0,0808 < dari 0.0811 menandakan sebaran data lebih lebih sempit

- d. Nilai rata-rata variabel *free cash flow* adalah sebesar 0,142090 atau 14,2%. Angka tersebut mencerminkan bentuk likuiditas perusahaan yang rendah. Sementara itu, nilai median pada variabel ini adalah sebesar 0,146085 atau sebesar 14,6%. Angka ini sedikit lebih tinggi dari rata-rata.

Nilai maksimum variabel FCF adalah sebesar 0,474236 atau sebesar 47,4% menunjukkan bahwa perusahaan memiliki likuiditas yang baik untuk melakukan investasi. Sementara itu, nilai minimumnya adalah sebesar -0,219821 atau sebesar -22%. Kemungkinan yang dapat muncul dari rendahnya angka minimum free cashflow karena adanya pengeluaran yang cukup besar untuk belanja modal, dan lainnya. Kemudian untuk nilai standar deviasi untuk variabel ini adalah sebesar 0,1573 > dari 0,1420 menandakan sebaran data lebih lebih luas

- e. nilai rata-rata untuk variabel kepemilikan institusional adalah sebesar 0,673051 atau sebesar 67,3%. Angka tersebut menandakan bahwa Sebagian besar saham dimiliki oleh institusional. Nilai median 0,548570 atau sebesar 54,8%. Merupakan angka yang tidak terlalu jauh dari rata-rata.

Selanjutnya nilai maksimum untuk variabel kepemilikan Institusional adalah sebesar 3,266440 atau sebesar 326,6%. Sementara untuk nilai minimumnya sebesar 0,000635 atau sebesar 0,006%. Kemudian untuk nilai standar deviasi untuk variabel ini adalah sebesar 0,7827 < dari 0,6730 menandakan sebaran data lebih lebih sempit

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 2 Analisis Statistik Deskriptif 2020-2021

	DPR	GDP	ROA	FCF	INST
Mean	0.578663	6.785769	0.060803	0.158356	0.471358
Median	0.510372	4.510000	0.054441	0.105162	0.562126
Maximum	1.929930	10.70000	0.143278	0.465640	1.000000
Minimum	0.000000	4.240000	-0.013026	-0.053902	0.000635
Std. Dev.	0.472558	3.053007	0.047622	0.133151	0.342171
Skewness	1.035256	0.474630	0.159420	0.659070	-0.262432
Kurtosis	3.971750	1.231053	1.592621	2.957832	1.786931
Jarque-Bera Probability	5.667264 0.058799	4.366121 0.112696	2.255908 0.323695	1.884210 0.389807	1.892604 0.388174
Sum	15.04523	176.4300	1.580883	4.117261	12.25530
Sum Sq. Dev.	5.582768	233.0212	0.056695	0.443232	2.927018
Observations	26	26	26	26	26

Tabel tersebut merupakan hasil pengujian statistic deskriptif tahun 2020-2021. Dengan menguji variabel dependen dan seluruh variabel independent, maka interpretasi dari hasil analisis statistic deskriptif adalah sebagai berikut:

- a. Uji statistic deskriptif pada variabel Kebijakan Dividen (DPR) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,578663 dengan nilai Tengah (median) sebesar 0,510372. Pada nilai maksimum sebesar 1,929930 dan nilai minimum sebesar 0,000000
- b. Uji statistic deskriptif pada variabel Pertumbuhan Ekonomi (GDP) memperlihatkan nilai Mean sebesar 6,785769 dengan nilai Tengah (median) sebesar 4,510000. Pada nilai maksimum sebesar 10,70000 dan nilai minimum sebesar 4.240000
- c. Uji statistic deskriptif pada variabel *Profitability* (ROA) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,060803 dengan nilai Tengah (median) sebesar 0,054441. Pada nilai maksimum sebesar 0,143278 dan nilai minimum sebesar -0,013026
- d. Uji statistic deskriptif pada variabel *Free cash flow* (FCF) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,158356 dengan nilai Tengah (median) sebesar 0,105162. Pada nilai maksimum sebesar 0,465640 dan nilai minimum sebesar -0,053902

- e. Uji statistic deskriptif pada variabel Kepemilikan Institusional (INST) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,471358 dengan nilai Tengah (median) sebesar 0,562126. Pada nilai maksimum sebesar 1,000000 dan nilai minimum sebesar 0,000635

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 3 Analisis Statistik Deskriptif 2022-2023

	DPR	GDP	ROA	FCF	INST
Mean	0.696533	6.656923	0.068197	0.113837	0.537239
Median	0.527099	5.455000	0.042787	0.106784	0.650488
Maximum	4.459110	9.920000	0.241002	0.295448	1.000000
Minimum	-0.806739	4.150000	-0.010653	-0.110216	0.000731
Std. Dev.	0.935616	2.625801	0.067669	0.131112	0.374394
Skewness	2.594136	0.360074	1.107591	-0.217013	-0.517789
Kurtosis	11.45306	1.251348	3.400212	1.672976	1.650008
Jarque-Bera	106.5700	3.874433	5.489469	2.111819	3.136144
Probability	0.000000	0.144105	0.064265	0.347876	0.208447
Sum	18.10986	173.0800	1.773126	2.959753	13.96821
Sum Sq. Dev.	21.88445	172.3708	0.114476	0.429760	3.504278
Observations	26	26	26	26	26

Tabel tersebut merupakan hasil pengujian statistic deskriptif tahun 2022-2023. Dengan menguji variabel dependen dan seluruh variabel independent, maka interpretasi dari hasil analisis statistic deskriptif adalah sebagai berikut:

- a. Uji statistic deskriptif pada variabel Kebijakan Dividen (DPR) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,696533 dengan nilai Tengah (median) sebesar 0,527099. Pada nilai maksimum sebesar 4,459110 dan nilai minimum sebesar -0,806739
- b. Uji statistic deskriptif pada variabel Pertumbuhan Ekonomi (GDP) memperlihatkan nilai Mean sebesar 6,656923 dengan nilai Tengah (median) sebesar 5,455000. Pada nilai maksimum sebesar 9,920000 dan nilai minimum sebesar 4,150000
- c. Uji statistic deskriptif pada variabel *Profitability* (ROA) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,068197 dengan nilai Tengah

- (median) sebesar 0,042787. Pada nilai maksimum sebesar 0,241002 dan nilai minimum sebesar -0,010653
- d. Uji statistic deskriptif pada variabel *Free cash flow* (FCF) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,113837 dengan nilai Tengah (median) sebesar 0,106784. Pada nilai maksimum sebesar 0,295448 dan nilai minimum sebesar -0,110216
- e. Uji statistic deskriptif pada variabel Kepemilikan Institusional (INST) memperlihatkan nilai Mean sebesar 0,537239 dengan nilai Tengah (median) sebesar 0,650488. Pada nilai maksimum sebesar 1,000000 dan nilai minimum sebesar 0,000731

4.3 Pemilihan Model Regresi Data Panel

Dalam melakukan pemilihan model regresi data panel, terdapat 3 (tiga) pilihan model regresin yaitu *Common effect model*, *Fixed effect model*, dan *Random effect model*. Untuk dapat menentukan model yang paling sesuai, peneliti melakukan Uji *Chow*, Uji *Hausman*, dan Uji Lagrange Multiplier. Berikut merupakan hasil pengujiannya.

4.3.1 Uji *Chow*

Pengujian dengan metode Uji *Chow* dilakukan untuk membandingkan atau memilih model regresi terbaik antara *Common effect model* dengan *Fixed effect model*. Pengambilan keputusan berdasarkan nilai probabilitas cross section F. Jika nilai $p > 0,05$ maka model terpilih adalah *Common effect model*. Jika $p < 0,05$ maka model yang terpilih merupakan *Fixed effect model*. Berikut merupakan hasil dari uji *Chow* untuk ketiga cluster tahun penelitian.

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 4 Uji Chow 2018-2019

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.099493	(12,9)	0.0101
Cross-section Chi-square	53.404964	12	0.0000

Berdasarkan perbandingan tersebut, diketahui nilai probability cross section F sebesar $0,0101 < 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *chow* pemilihan model regresi yang terbaik adalah *fixed effect model*.

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 5 Uji Chow 2020-2021

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.356619	(12,9)	0.1024
Cross-section Chi-square	36.951642	12	0.0002

Berdasarkan perbandingan tersebut, diketahui nilai probability cross section F sebesar $0.1024 > 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *chow* pemilihan model regresi yang terbaik adalah *Common effect model*.

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 6 Uji Chow 2022-2023

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.325204	(12,9)	0.9633
Cross-section Chi-square	9.365017	12	0.6715

Berdasarkan perbandingan tersebut, diketahui nilai probability cross section F sebesar $0.9633 > 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *chow* pemilihan model regresi yang terbaik adalah *Common effect model*.

4.3.2 Uji Hausman

Uji *hausman* dilakukan untuk membandingkan atau memilih model regresi terbaik antara *fixed effect model* dengan *Random effect model*. Pengambilan keputusan berdasarkan nilai probabilitas (p) pada cross-

section random. Jika nilai $p > 0,05$ maka model terpilih adalah *Random effect model*. Jika $p < 0,05$ maka model yang terpilih merupakan *Fixed effect model*. Berikut merupakan hasil dari uji *Chow* untuk ketiga cluster tahun penelitian.

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 7 Uji Hausman 2018-2019

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.899930	4	0.2977

Berdasarkan perbandingan tersebut, diketahui nilai probability cross section random sebesar $0,2977 > 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *chow* pemilihan model regresi yang terbaik adalah *Random effect model*.

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 8 Uji Hausman 2020-2021

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.044890	4	0.7275

Berdasarkan perbandingan tersebut, diketahui nilai probability cross section random sebesar $0.7275 > 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *chow* pemilihan model regresi yang terbaik adalah *Random effect model*.

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 9 Uji Hausman 2022-2023

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.863603	4	0.9297

Berdasarkan perbandingan tersebut, diketahui nilai probability cross section random sebesar $0,9297 > 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *chow* pemilihan model regresi yang terbaik adalah *Random effect model*.

4.3.3 Uji Lagrange Multiplier

Uji *Lagrange Multiplier* dilakukan untuk membandingkan atau memilih model regresi terbaik antara CEM dengan REM. Pengambilan keputusan berdasarkan nilai probabilitas (p) pada Breusch-Pagan. Jika nilai $p > 0,05$ maka model terpilih adalah CEM. Jika $p < 0,05$ maka model yang terpilih merupakan REM

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 10 Uji *Lagrange Multiplier* 2018-2019

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	5.079415 (0.0242)	0.740419 (0.3895)	5.819834 (0.0158)

Berdasarkan table diatas, disebutkan bahwa nilai probabilitas Breusch-pagan sebesar $0,0242 < 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji Lagrange Multiplier, model regresi yang terpilih adalah *Random effect model* (REM).

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 11 Uji *Lagrange Multiplier* 2020-2021

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.035259 (0.1537)	0.762222 (0.3826)	2.797481 (0.0944)

Berdasarkan table diatas, disebutkan bahwa nilai probabilitas Breusch-pagan sebesar $0,1537 > 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *Lagrange Multiplier*, model regresi yang terpilih adalah *Common effect model* (CEM).

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 12 Uji *Lagrange Multiplier* 2022-2023

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	3.609698 (0.0574)	0.160846 (0.6884)	3.770544 (0.0522)

Berdasarkan table diatas, disebutkan bahwa nilai probabilitas Breusch-pagan sebesar $0,0574 > 0,05$. Dengan demikian, berdasarkan uji *Lagrange Multiplier*, model regresi yang terpilih adalah *Common effect model* (CEM).

4.4 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini hanya meliputi uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas. Hal ini karena model regresi linear yang terbaik merupakan *Common Effect Model* yang menggunakan pendekatan OLS atau *Ordinary Least Square*. Model tersebut menjadikan uji normalitas tidak wajib dilakukan karena pada dasarnya uji

normalitas tidak merupakan syarat Best Linier Unbias Estimator (BLUE) (Basuki, 2021)

4.4.1 Uji Multikolinearitas

Untuk mengetahui adanya korelasi atau tidak antara variabel independen. Pengambilan keputusan berdasarkan nilai r. Jika $r < 0,90$, maka tidak terdapat multikolinearitas. Jika $r > 0,90$ terjadi multikolinearitas

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 13 Uji Multikolinearitas 2018-2019

	DPR	GDP	ROA	FCF	INST
DPR	1.000000	-0.014395	-0.040144	0.103039	0.439508
GDP	-0.014395	1.000000	0.107792	-0.438741	-0.082956
ROA	-0.040144	0.107792	1.000000	0.252681	-0.205595
FCF	0.103039	-0.438741	0.252681	1.000000	0.064142
INST	0.439508	-0.082956	-0.205595	0.064142	1.000000

dari hasil pengujian tersebut, dapat dijabarkan hasilnya sebagai berikut:

- 1) Koefisien korelasi DPR dengan GDP sebesar $-0.014395 < 0,90$
- 2) Koefisien korelasi DPR dengan ROA sebesar $-0.040144 < 0,90$
- 3) Koefisien korelasi DPR dengan FCF sebesar $0.103039 < 0,90$
- 4) Koefisien korelasi DPR dengan INST sebesar $0.439508 < 0,90$
- 5) Koefisien korelasi GDP dengan ROA sebesar $0.107792 < 0,90$
- 6) Koefisien korelasi GDP dengan FCF sebesar $-0.438741 < 0,90$
- 7) Koefisien korelasi GDP dengan INST sebesar $-0.082956 < 0,90$
- 8) Koefisien korelasi ROA dengan FCF sebesar $0.252681 < 0,90$
- 9) Koefisien korelasi ROA dengan INST sebesar $-0.205595 < 0,90$
- 10) Koefisien korelasi FCF dengan INST sebesar $0.064142 < 0,90$

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 14 Uji Multikolinearitas 2020-2021

	DPR	GDP	ROA	FCF	INST
DPR	1.000000	0.303886	-0.192223	-0.275242	0.295683
GDP	0.303886	1.000000	-0.126202	-0.700167	-0.571242
ROA	-0.192223	-0.126202	1.000000	0.337222	-0.186448
FCF	-0.275242	-0.700167	0.337222	1.000000	0.124009
INST	0.295683	-0.571242	-0.186448	0.124009	1.000000

dari hasil pengujian tersebut, dapat dijabarkan hasilnya sebagai berikut:

- 1) Koefisien korelasi DPR dengan GDP sebesar **0.303886** < 0,90
- 2) Koefisien korelasi DPR dengan ROA sebesar **-0.192223** < 0,90
- 3) Koefisien korelasi DPR dengan FCF sebesar **-0.275242** < 0,90
- 4) Koefisien korelasi DPR dengan INST sebesar **0.295683** < 0,90
- 5) Koefisien korelasi GDP dengan ROA sebesar **-0.126202** < 0,90
- 6) Koefisien korelasi GDP dengan FCF sebesar **-0.700167** < 0,90
- 7) Koefisien korelasi GDP dengan INST sebesar **-0.571242** < 0,90
- 8) Koefisien korelasi ROA dengan FCF sebesar **0.337222** < 0,90
- 9) Koefisien korelasi ROA dengan INST sebesar **-0.186448** < 0,90
- 10) Koefisien korelasi FCF dengan INST sebesar **0.124009** < 0,90

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 15 Uji Multikolinearitas 2022-2023

	DPR	GDP	ROA	FCF	INST
DPR	1.000000	0.148317	-0.037066	0.014425	-0.093024
GDP	0.148317	1.000000	-0.095837	-0.352770	-0.381582
ROA	-0.037066	-0.095837	1.000000	0.496625	0.592622
FCF	0.014425	-0.352770	0.496625	1.000000	0.297403
INST	-0.093024	-0.381582	0.592622	0.297403	1.000000

dari hasil pengujian tersebut, dapat dijabarkan hasilnya sebagai berikut:

- 1) Koefisien korelasi DPR dengan GDP sebesar **0.148317** < 0,90
- 2) Koefisien korelasi DPR dengan ROA sebesar **-0.037066** < 0,90
- 3) Koefisien korelasi DPR dengan FCF sebesar **0.014425** < 0,90
- 4) Koefisien korelasi DPR dengan INST sebesar **-0.093024** < 0,90
- 5) Koefisien korelasi GDP dengan ROA sebesar **-0.095837** < 0,90

- 6) Koefisien korelasi GDP dengan FCF sebesar **-0.352770** < 0,90
- 7) Koefisien korelasi GDP dengan INST sebesar **-0.381582** < 0,90
- 8) Koefisien korelasi ROA dengan FCF sebesar **0.496625** < 0,90
- 9) Koefisien korelasi ROA dengan INST sebesar **0.592622** < 0,90
- 10) Koefisien korelasi FCF dengan INST sebesar **0.297403** < 0,90

4.4.2 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini dilakukan untuk melihat ada atau tidaknya penyimpangan asumsi. Pengambilan keputusan didasarkan pada nilai Probabilitas Chi-Square pada *Obs*R-Squared*. Jika $p < 0.05$ maka terdapat masalah heteroskedastisitas. Namun jika $p > 0,05$ maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 16 Uji Heteroskedastisitas 2018-2019

F-statistic	0.487067	Prob. F(14,11)	0.8971
Obs*R-Squared	9.949658	Prob. Chi-Square(14)	0.7659
Scaled explained SS	7.496683	Prob. Chi-Square(14)	0.9139

Dari hasil uji heteroskedastisitas melalui uji white, nilai probability chi square berdasarkan *Obs*R-Squared* sebesar $0,7659 > 0,5$. Dengan demikian, dapat disimpulkan data yang diteliti merupakan data yang terbebas dari masalah heteroskedastisitas

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 17 Uji Heteroskedastisitas 2020-2021

F-statistic	3.883215	Prob. F(14,11)	0.0147
Obs*R-Squared	21.62457	Prob. Chi-Square(14)	0.0867
Scaled explained SS	11.91615	Prob. Chi-Square(14)	0.6130

Dari hasil uji heteroskedastisitas melalui uji white, nilai probability chi square berdasarkan *Obs*R-Squared* sebesar $0,0867 > 0,5$. Dengan demikian, dapat disimpulkan data yang diteliti merupakan data yang terbebas dari masalah heteroskedastisitas

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 18 Uji Heteroskedastisitas 2022-2023

F-statistic	1.164334	Prob. F(14,11)	0.4060
Obs*R-Squared	15.52407	Prob. Chi-Square(14)	0.3433
Scaled explained SS	50.02308	Prob. Chi-Square(14)	0.0000

Dari hasil uji heteroskedastisitas melalui uji white, nilai probability chi square berdasarkan Obs*R-Squared sebesar $0,3433 > 0,5$. Dengan demikian, dapat disimpulkan data yang diteliti merupakan data yang terbebas dari masalah heteroskedastisitas

4.4.3 Uji Autokorelasi

Menurut (Basuki, 2021), uji autokorelasi merupakan pengujian yang menunjukkan adanya korelasi antara serangkaian penelitian. Menurut (Santoso, 2010), sebuah data dikatakan terdeteksi atau tidaknya dengan autokorelasi apabila:

- Nilai D-W kurang dari (-2), maka terdapat autokorelasi positif
- Nilai D-W (-2) sampai dengan 2, tidak terdapat autokorelasi
- Nilai D-W lebih dari 2, terdapat autokorelasi negatif.

Dibawah ini merupakan hasil pengujian autokorelasi yang dilakukan pada penelitian.

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 19 Uji Autokorelasi 2018-2019

Weighted Statistics			
Root MSE	0.471153	R-Squared	0.195394
Mean dependent var	0.344837	Adjusted R-Squared	0.042135
S.D. dependent var	0.535657	S.E. of regression	0.524250
Sum Squared resid	5.771607	F-statistic	1.274930
Durbin-Watson stat	1.616539	Prob(F-statistic)	0.311285

Dari hasil pengujian autokorelasi, disebutkan bahwa nilai Durbin-Watson Stat (nilai D-W) sebesar 1,616539. Angka tersebut sesuai dengan pernyataan kedua yakni lebih dari (-2) dan kurang dari 2. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak terdeteksi autokorelasi.

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 20 Uji Autokorelasi 2020-2021

<i>R-Squared</i>	0.462180	Mean dependent var	0.578663
Adjusted <i>R-Squared</i>	0.359738	S.D. dependent var	0.472558
S.E. of regression	0.378123	Akaike info criterion	1.063849
Sum <i>Squared</i> resid	3.002524	Schwarz criterion	1.305791
Log likelihood	-8.830041	Hannan-Quinn criter.	1.133520
F-statistic	4.511629	Durbin-Watson stat	1.241710
Prob(F-statistic)	0.008691		

Dari hasil pengujian autokorelasi, disebutkan bahwa nilai Durbin-Watson Stat (nilai D-W) sebesar 1.241710. Angka tersebut sesuai dengan pernyataan kedua yakni lebih dari (-2) dan kurang dari 2.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak terdeteksi autokorelasi

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 21 Uji Autokorelasi 2022-2023

<i>R-Squared</i>	0.031898	Mean dependent var	0.696533
Adjusted <i>R-Squared</i>	-0.152502	S.D. dependent var	0.935616
S.E. of regression	1.004428	Akaike info criterion	3.017754
Sum <i>Squared</i> resid	21.18637	Schwarz criterion	3.259696
Log likelihood	-34.23080	Hannan-Quinn criter.	3.087425
F-statistic	0.172983	Durbin-Watson stat	2.625172
Prob(F-statistic)	0.949795		

Dari hasil pengujian autokorelasi, disebutkan bahwa nilai Durbin-Watson Stat (nilai D-W) sebesar $2.625172 > 2$. Angka tersebut sesuai dengan pernyataan kedua yakni lebih 2. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data tersebut terdeteksi autokorelasi ke arah negative

4.5 Uji Hipotesis

4.5.1 Uji Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel dilakukan untuk menguji hubungan antar variabel bebas yang dalam penelitian ini terdiri dari pertumbuhan ekonomi (GDP), *Profitability* (ROA), *Free cash flow* (FCF), dan Kepemilikan Institusional terhadap suatu variabel terikat yang dalam hal ini adalah Kebijakan Dividen (DPR). Dibawah ini merupakan hasil pengujian berdasarkan analisis regresi linear berganda.

Tabel 4. 22 Uji Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error
C	0.644940	0.543220
GDP	-0.045157	0.059795
ROA	0.931786	1.939160
FCF	0.533776	1.416097
INST	0.436732	0.195293

Berdasarkan tabel berikut, hasil analisis linear berganda, dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0.644 - 0.045 \cdot \text{GDP} + 0.931 \cdot \text{ROA} + 0.533 \cdot \text{FCF} + 0.436 \cdot \text{INST}.$$

Adapun hasil model regresi dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Nilai konstanta sebesar 0,644. Angka ini menunjukkan bahwa nilai variabel DPR merupakan perkiraan awal dari kebijakan dividen tanpa pengaruh dari variabel independent
2. Nilai koefisien GDP sebesar -0.045. Berdasarkan angka tersebut dapat di simpulkan bahwa variabel GDP memiliki hubungan tidak searah dengan DPR. Apabila GDP mengalami peningkatan sebesar 0.045, maka DPR akan mengalami penurunan sebesar 0.045.
3. Nilai koefisien ROA sebesar 0.931. Berdasarkan angka tersebut dapat di simpulkan bahwa variabel ROA memiliki hubungan searah dengan DPR. Apabila ROA mengalami peningkatan sebesar 0.931, maka DPR pun akan mengalami peningkatan sebesar 0.931.
4. Nilai koefisien FCF sebesar 0.533. Berdasarkan angka tersebut dapat di simpulkan bahwa variabel FCF memiliki hubungan searah dengan DPR. Apabila FCF mengalami peningkatan sebesar 0.533, maka DPR pun akan mengalami peningkatan sebesar 0.533.
5. Nilai koefisien INST sebesar 0.436. Berdasarkan angka tersebut dapat di simpulkan bahwa variabel INST memiliki hubungan searah dengan DPR. Apabila INST mengalami peningkatan

sebesar 0.436, maka DPR pun akan mengalami peningkatan sebesar 0.436.

4.5.2 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji Determinasi Koefisien (R^2) merupakan pengujian yang dilakukan untuk mengetahui seberapa besar persentase pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Keputusannya yaitu jika nilai *R-Squared* mendekati 1, artinya variabel independent mampu memperkirakan pengaruhnya terhadap variabel terikat. Dibawah ini merupakan hasil uji koefisien determinasi sesuai dengan klusterisasi

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 23 Uji Koefisien Determinasi (R^2) 2018-2019

Weighted Statistics			
Root MSE	0.471153	<i>R-Squared</i>	0.195394
Mean dependent var	0.344837	Adjusted <i>R-Squared</i>	0.042135
S.D. dependent var	0.535657	S.E. of regression	0.524250
Sum <i>Squared</i> resid	5.771607	F-statistic	1.274930
Durbin-Watson stat	1.616539	Prob(F-statistic)	0.311285

R-Squared sebesar 0,195394 atau sebesar 19,5%. Artinya, pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen secara simultan sebesar 19,5%. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini.

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 24 Uji Koefisien Determinasi (R^2) 2020-2021

<i>R-Squared</i>	0.462180	Mean dependent var	0.578663
Adjusted <i>R-Squared</i>	0.359738	S.D. dependent var	0.472558
S.E. of regression	0.378123	Akaike info criterion	1.063849
Sum <i>Squared</i> resid	3.002524	Schwarz criterion	1.305791
Log likelihood	-8.830041	Hannan-Quinn criter.	1.133520
F-statistic	4.511629	Durbin-Watson stat	1.241710
Prob(F-statistic)	0.008691		

Diketahui *R-Squared* sebesar 0,462180 atau sebesar 46,2%. Artinya, pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen secara simultan sebesar 46,2%. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini.

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 25 Uji Koefisien Determinasi (R²) 2022-2023

R-Squared	0.031898	Mean dependent var	0.696533
Adjusted R-Squared	-0.152502	S.D. dependent var	0.935616
S.E. of regression	1.004428	Akaike info criterion	3.017754
Sum Squared resid	21.18637	Schwarz criterion	3.259696
Log likelihood	-34.23080	Hannan-Quinn criter.	3.087425
F-statistic	0.172983	Durbin-Watson stat	2.625172
Prob(F-statistic)	0.949795		

Diketahui R-Squared sebesar 0,031898 atau sebesar 3,18%. Artinya, pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen secara simultan sebesar 3,18%. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini.

4.5.3 Uji Signifikansi Parsial (Uji T)

Uji signifikansi parsial digunakan untuk menentukan tingkat signifikansi dari setiap variabel bebas terhadap variabel terikat. Pengambilan keputusan berdasarkan nilai probabilitas pada t-statistic pada tabel. Jika $p < 0.05$, maka variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat. Jika $p > 0.05$, maka variabel bebas tidak berpengaruh terhadap variabel terikat. Dibawah ini merupakan hasil dari uji signifikansi parsial (Uji T):

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 26 Uji Signifikansi Parsial (T) 2018 -2019

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.644940	0.543220	1.187252	0.2484
GDP	-0.045157	0.059795	-0.755198	0.4585
ROA	0.931786	1.939160	0.480510	0.6358
FCF	0.533776	1.416097	0.376935	0.7100
INST	0.436732	0.195293	2.236288	0.0363

Berdasarkan tabel pengujian tersebut, didapatkan hasil sebagai berikut:

- Nilai prob. GDP sebesar $0.4585 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Pertumbuhan Ekonomi tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

- b. Nilai prob. ROA sebesar $0.6358 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Profitability* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- c. Nilai prob. FCF sebesar $0.7100 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- d. Nilai prob. INST sebesar $0.0363 < 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 27 Uji Signifikansi Parsial (T) 2020-2021

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.189957	0.560770	-2.122006	0.0459
GDP	0.155886	0.047545	3.278721	0.0036
ROA	-0.244510	1.739595	-0.140556	0.8896
FCF	1.192266	0.929171	1.283149	0.2134
INST	1.139008	0.310543	3.667799	0.0014

Berdasarkan tabel pengujian tersebut, didapatkan hasil sebagai berikut:

- a. Nilai prob. GDP sebesar $0.0036 < 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Pertumbuhan Ekonomi berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- b. Nilai prob. ROA sebesar $0.8896 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Profitability* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- c. Nilai prob. FCF sebesar $0.2134 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- d. Nilai prob. INST sebesar $0.0014 < 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 28 Uji Signifikansi Parsial (T) 2022-2023

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.282842	0.845659	0.334463	0.7413
GDP	0.061870	0.091060	0.679436	0.5043
ROA	-0.875669	4.293275	-0.203963	0.8403
FCF	0.813602	1.912161	0.425488	0.6748
INST	-0.057833	0.738362	-0.078327	0.9383

Berdasarkan tabel pengujian tersebut, didapatkan hasil sebagai berikut:

- Nilai prob. GDP sebesar $0.5043 < 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Pertumbuhan Ekonomi tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- Nilai prob. ROA sebesar $0.8403 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Profitability* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- Nilai prob. FCF sebesar $0.6748 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- Nilai prob. INST sebesar $0.9383 > 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

4.5.4 Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji signifikansi simultan merupakan pengujian yang dilakukan untuk menguji keseluruhan variabel bebas terhadap variabel terikat. Pengambilan keputusan berdasarkan nilai probability f-statistic. Jika $p < 0.05$, maka keseluruhan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat. Jika $p > 0.05$, maka keseluruhan variabel bebas tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

1. Tahun 2018-2019

Tabel 4. 29 Uji Signifikansi Simultan (F) 2018-2019

Weighted Statistics			
Root MSE	0.471153	R-Squared	0.195394
Mean dependent var	0.344837	Adjusted R-Squared	0.042135
S.D. dependent var	0.535657	S.E. of regression	0.524250
Sum Squared resid	5.771607	F-statistic	1.274930
Durbin-Watson stat	1.616539	Prob(F-statistic)	0.311285

Berdasarkan tabel pengujian tersebut, diperoleh nilai prob.(F-Statistic) sebesar $0.311285 > 0.05$. dengan demikian, Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan Kepemilikan Institusional secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

2. Tahun 2020-2021

Tabel 4. 30 Uji Signifikansi Simultan (F) 2020-2021

R-Squared	0.462180	Mean dependent var	0.578663
Adjusted R-Squared	0.359738	S.D. dependent var	0.472558
S.E. of regression	0.378123	Akaike info criterion	1.063849
Sum Squared resid	3.002524	Schwarz criterion	1.305791
Log likelihood	-8.830041	Hannan-Quinn criter.	1.133520
F-statistic	4.511629	Durbin-Watson stat	1.241710
Prob(F-statistic)	0.008691		

Berdasarkan tabel pengujian tersebut, diperoleh nilai prob.(F-Statistic) sebesar $0.008691 < 0.05$. dengan demikian, Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan Kepemilikan Institusional secara simultan berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

3. Tahun 2022-2023

Tabel 4. 31 Uji Signifikansi Simultan (F) 2022-2023

R-Squared	0.031898	Mean dependent var	0.696533
Adjusted R-Squared	-0.152502	S.D. dependent var	0.935616
S.E. of regression	1.004428	Akaike info criterion	3.017754
Sum Squared resid	21.18637	Schwarz criterion	3.259696
Log likelihood	-34.23080	Hannan-Quinn criter.	3.087425
F-statistic	0.172983	Durbin-Watson stat	2.625172
Prob(F-statistic)	0.949795		

Berdasarkan tabel pengujian tersebut, diperoleh nilai prob.(F-Statistic) sebesar $0.949795 > 0.05$. dengan demikian, Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan Kepemilikan Institusional secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

4.6 Pembahasan Hasil Penelitian

4.6.1 Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi Terhadap Kebijakan Dividen pada Masa Sebelum, Saat, Dan Setelah Pandemi Covid-19 (H1)

Berdasarkan uji signifikansi parsial yang telah dilakukan, terdapat 2 hasil yang berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi. Pada kurun waktu 2018-2019 dan 2022-2023, hasil masing-masing sebesar 0.4585 dan 0.5043, keduanya bernilai $> 0,05$. Artinya, pertumbuhan ekonomi pada kurun waktu tersebut tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian H1a dan H1c untuk pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa sebelum dan setelah pandemi Covid-19, ditolak.

Hasil tersebut bertentangan dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan cenderung untuk maksimalkan pendanaan internal seperti laba ditahan untuk kebutuhan perusahaan dibandingkan dengan pembiayaan eksternal. Dalam hal ini, perusahaan tetap membagikan dividen dibandingkan menjadikannya sebagai laba ditahan dan investasi. Hal ini menunjang stabilitas perusahaan, dan pertumbuhan ekonomi berkaitan dengan stabilitas perusahaan.

Hasil lain ditunjukkan pada kurun waktu 2020-2021 yakni pada saat pandemi Covid-19. Hasil uji signifikansi parsial pada tahun 2020-2021

sebesar $0,0036 < 0,05$. Artinya, pertumbuhan ekonomi yang diproksikan dengan GDP berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, H1b untuk pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa pandemi Covid-19, diterima. Hasil ini sejalan dengan penelitian menurut (Hartono et al., 2023) yang menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini karena ketika nilai pertumbuhan ekonomi menurun, maka penetapan kebijakan dividen secara umum ditetapkan secara negatif. Menurut (Linggadjaya & Atahau, 2023), GDP berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini mengilustrasikan bahwa pada saat pandemi covid-19 tetap menetapkan kebijakan dividen secara negative, artinya perusahaan bisa saja mengurangi atau bahkan menghapus dividen yang dibagikan. Hasil ini sejalan dengan dengan *Pecking order theory* karena theory ini idealnya digunakan untuk mendorong perusahaan untuk bisa lebih mengedepankan penggunaan laba ditahan daripada membayarkan dividen ketika dihadapkan pada peluang investasi yang tinggi.

Pada sektor perusahaan infrastruktur yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia, contoh sampel yaitu PT XL Axiata, Tbk. (EXCL). Nilai GDP perusahaan tersebut pada tahun 2019 sebesar 3,960. Sementara itu, nilai DPR pada tahun tersebut sebesar 0,028. Nilai GDP yang tinggi menandakan pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, nilai kebijakan dividen yang rendah merupakan bentuk strategi bisnis. Antara kedua angka tersebut menandakan keterkaitan. Hal ini tercermin dari rendahnya angka DPR, menandakan bahwa perusahaan memanfaatkan pertumbuhan ekonomi dan memprioritaskan keuntungan kepada pemegang saham.

4.6.2 Pengaruh *Profitability* Terhadap Kebijakan Dividen pada Masa Sebelum, Saat, Dan Setelah Pandemi Covid-19 (H2)

Hasil uji signifikansi parsial (uji T) yang dilakukan pada variabel *profitability* dari 3 klasterisasi menunjukkan angka masing-masing sebesar 0.6358, 0.8896, dan 0.8403. Ketiganya memperlihatkan hasil yang > 0.05 . Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *profitability* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa sebelum, saat, dan setelah Pandemi

Covid-19. Hal ini menunjukkan bahwa H2a, H2b, dan H2c yaitu *profitability* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa sebelum, saat, dan setelah Pandemi Covid-19, ditolak.

Menurut (Puspitaningtyas, 2019), tidak berpengaruhnya *profitability* terhadap kebijakan dividen diakibatkan oleh kecenderungan perusahaan dalam memilih untuk memegang keuntungan daripada membagikannya dalam bentuk dividen. Dengan kata lain, perusahaan cenderung mengambil keputusan berupa menjadikan dividen tersebut sebagai laba ditahan yang dimaksudkan untuk diinvestasikan kembali pada perusahaan. Selain itu, kecenderungan lain yang terjadi adalah perusahaan menahan keuntungan sebagai bentuk dari mengutamakan kepentingan ekspansi bisnis. Menurut (Nainggolan & Wahyudi, 2023), tidak berpengaruhnya *profitability* terhadap kebijakan dividen terjadi karena adanya kecenderungan bahwa perusahaan memilih untuk menahan dividen dibandingkan membagikannya kepada para pemegang saham. Hasil yang sama oleh (Rahmawati & Narsa, 2020), mengatakan bahwa *profitability* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena perubahan jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan akan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya hubungan antara *profitability* dan kebijakan dividen sehingga hasil penelitian ini tidak sesuai dengan konsep signalling theory. Ketika meningkatnya *profitability* tidak beriringan dengan peningkatan kebijakan dividen, keadaan tersebut akan menciptakan sebuah kondisi ketidakpastian bagi pemegang saham. Selain itu, keadaan ini bisa menyebabkan perusahaan kehilangan kesempatan untuk memberikan sinyal baik kepada pemegang saham.

Pada sektor perusahaan infrastruktur yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia, contoh sampel yaitu PT Paramita Bangun Sarana, Tbk. (PBSA) dan PT Wijaya Karya, Tbk (WIKA). Nilai ROA PBSA di tahun 2018 sebesar 0,066 dan nilai ROA WIKA pada tahun 2018 adalah sebesar 0,037. Angka termasuk rendah karena angka tersebut dibawah rata-rata yakni sebesar

0.081183. Sementara itu, nilai DPR PBSA pada tahun tersebut sebesar 2,755 dan nilai DPR WIKA di tahun yang sama adalah sebesar 0,156 merupakan nilai yang cukup tinggi jika dibandingkan dengan rata-rata yang sebesar 0,7830. Hasil ini menandakan bahwa *profitability* yang diproksikan oleh ROA tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang di proksikan oleh DPR.

4.6.3 Pengaruh *Free cash flow* Terhadap Kebijakan Dividen pada Masa Sebelum, Saat, Dan Setelah Pandemi Covid-19 (H3)

Berdasarkan uji signifikansi parsial (Uji T) yang dilakukan, dari 3 kurun waktu yang menjadi kriteria, nilai masing-masing sebesar 0.7100, 0.2134, dan 0.6748. Ketiganya menunjukkan hasil yang > 0.05 . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa sebelum, saat, dan setelah Pandemi Covid-19. Hal ini menunjukkan bahwa H3a, H3b, H3c yaitu *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. ditolak.

Menurut (Rulianto & Nopiyanti, 2022), *free cash flow* tidak menunjukkan pengaruh dalam hal pengambilan keputusan atas kebijakan dividen karena perusahaan telah menetapkan dan merencanakan segala sesuatunya yang berkaitan dengan kebijakan perusahaan sebelum menentukan kebijakan dividen itu sendiri. Kebijakan dividen yang dimaksud adalah pengambilan keputusan atas dividen perusahaan apakah akan dibagikan atau justru di tahan. Keadaan cash flow perusahaan sangat menentukan kelangsungan hidup perusahaan. apabila *free cash flow* tinggi, sangat mungkin bagi perusahaan untuk tetap pada keputusan tidak membagikan dividen untuk alasan menjaga kestabilan keuangan perusahaan. Dengan demikian perusahaan cenderung menggunakan kas untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan dibandingkan dengan membagikan keuntungan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham.

Menurut (Ulfa et al., 2020), ketika angka free cashflow semakin tinggi, maka akan kemungkinan bahwa perusahaan menahan pembagian dividen guna menjaga kestabilan modal agar sesuai dengan kebutuhan

perusahaan. dengan demikian perusahaan cenderung menggunakan saldo *free cash flow* untuk kebutuhan investasi. Sama halnya dengan penelitian oleh (Jati, 2023). Penelitian tersebut juga menyebutkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan lebih memilih untuk menjadikan saldo tersebut sebagai saldo laba ditahan dibandingkan dengan membagikannya kepada pemegang saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan pandangan *agency theory* yang mengaggap bahwa *free cash flow* bisa menjadi sumber permasalahan jika keuangan perusahaan tidak terkelola dengan baik. Kebijakan dividen dapat digunakan sebagai solusi atas konflik tersebut karena pada dasarnya, kebijakan untuk membayarkan dividen secara rutin akan mengurangi jumlah pemakaian *free cash flow* untuk kebutuhan manajerial dan cenderung mengharuskan mereka untuk mencari pendanaan eksternal dari sumber lain.

Perusahaan dengan sektor infrastruktur pada tahun 2023, nilai rata-rata variabel *Free cash flow* sebesar 0,112827 dan untuk nilai rata-rata variabel Kebijakan Dividen yang di proksikan oleh DPR sebesar 0,696533. Pada perusahaan Nusa Raya Cipta (NRCA) dan PT XL Axiata, Tbk yang memiliki nilai *Free cash flow* 2023 masing-masing sebesar 0,09630 dan 0,21518. Sementara itu, nilai DPR dari kedua perusahaan tersebut masing-masing sebesar 1,05687 dan 0,04274. Kedua angka tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dibuktikan dengan semakin tinggi nilai *free cash flow* tidak selalu diikuti dengan tingginya nilai pembagian dividen, begitu pun sebaliknya.

4.6.4 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen pada Masa Sebelum, Saat, Dan Setelah Pandemi Covid-19 (H4)

Berdasarkan uji signifikansi parsial yang telah dilakukan, terdapat 2 hasil yang berkaitan dengan kepemilikan institusional. Pada kurun waktu 2018-2019 dan 2020-2021, hasil pengujian masing-masing sebesar 0.0363 dan 0.0014. Keduanya bernilai $< 0,05$. Artinya, kepemilikan institusional

berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa sebelum dan saat pandemi Covid-19. Dengan demikian H4a dan H4b yaitu Kepemilikan Instirusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Diva & Artini, 2024) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar kepemilikan oleh institusi maka akan semakin besar juga jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Berdasarkan *agency theory*, kepemilikan institusional memiliki peran yang cukup penting dalam meminimalisir konflik kepentingan dan cenderung akan mengurangi *agency cost*. Dengan demikian, semakin besar kepemilikan saham oleh pihak institusi akan secara tidak langsung mendorong pihak manajerial untuk bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Hal ini karena control atas pembagian dividen ada pada pihak institusional.

Hasil uji signifikansi parsial yang telah dilakukan pada kurun waktu 2022-2023 menampilkan angka sebesar $0.9383 > 0.05$. Artinya, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa setelah pandemi Covid-19. Dengan demikian H4c yaitu kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada masa setelah pandemi Covid-19, ditolak.

Menurut (Roos & Manalu, 2019), tidak adanya pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen diakibatkan oleh adanya peningkatan kepemilikan institusional yang terjadi dalam periode tertentu tidak dibarengi dengan penurunan nilai kebijakan dividen.

Hasil ini juga bertentangan dengan *agency theory* yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan meminimalisir biaya *agency*. Hal ini berkaitan dengan tarik menarik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan yang berpotensi menyebabkan biaya agensi.

Perusahaan dengan sektor infrastruktur pada tahun 2023, nilai rata-rata variabel Kepemilikan Institusional sebesar 0,815372 dan untuk nilai rata-rata variabel Kebijakan Dividen yang di proksikan oleh DPR sebesar 0,696533. Pada perusahaan PT XL Axiata Dan PT LCK Global Kedaton, Tbk. masing-masing memiliki nilai INST 2023 sebesar 0,81236 dan 0,00828. Sementara itu, nilai DPR dari kedua perusahaan tersebut masing-masing sebesar 0,04274 dan 0,53216. Kedua angka tersebut menunjukkan bahwa angka kepemilikan institusional tidak mendominasi dan membuktikan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

4.6.5 Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen pada Masa Sebelum, Saat, Dan Setelah Pandemi Covid-19 secara Simultan (H5)

- Berdasarkan hasil uji signifikansi simultan (uji F), pada kurun waktu 2018-2019 diperoleh hasil sebesar $0.311285 > 0.05$. Hasil ini menjelaskan bahwa Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan Kepemilikan Institusional secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. Hasil yang sama juga terdapat pada pada tahun 2022-2023 dengan nilai sebesar 0.949795 yang juga > 0.05 . Artinya, Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan Kepemilikan Institusional secara simultan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen pada masa sebelum dan setelah pandemi Covid-19. Dengan demikian, H5a dan H5c yaitu Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan kepemilikan institusional berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen pada masa sebelum dan sesudah Covid-19, ditolak.

Akan tetapi, pada kurun waktu 2020-2021, nilai signifikansi simultan sebesar $0.008691 < 0.05$. Artinya, pertumbuhan ekonomi, *profitability*, free cashflow, dan kepemilikan institusional pada saat pandemi Covid-19 secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, H5b yaitu Pertumbuhan Ekonomi, *Profitability*, *Free cash flow*, dan Kepemilikan Institusional berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen pada masa Pandemi Covid-19, diterima.