



Jambura Accounting Review

Journal homepage: <http://jar.fe.ung.ac.id/index.php/jar>

E-ISSN 2721-3617

Peran *Women on Board* dalam Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen, Volatilitas Saham, dan Rasio Utang terhadap *Return Saham* Evelyn Margaretha Chen^a, Helisa Novarty^b, Nella Yantiana^c

^{a,b,c} Universitas Tanjungpura, Jl. Prof. Dr. Hadari Nawawi, Bansir Laut, Kecamatan Pontianak Tenggara, Kota Pontianak, Kalimantan Barat.

Email: b1034231011@student.untan.ac.id^a, helisa.novarty@ekonomi.untan.ac.id^b, nella.yantiana@ekonomi.untan.ac.id^c

INFO ARTIKEL

Riwayat Artikel:

Received 01-07-2026

Revised 28-07-2026

Accepted 30-07-2026

Kata Kunci:

Return Saham,
Kebijakan Dividen,
Volatilitas Saham,
Rasio Utang, *Women on Board*

Keywords:

Stock Return, Dividend
Policy, Stock Volatility,
Leverage, *Women on Board*

A B S T R A K

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kebijakan dividen, volatilitas saham, dan rasio utang terhadap return saham serta menganalisis *Women on Board* sebagai variabel moderasi. Kebaruan penelitian terletak pada pengujian *Women on Board* sebagai moderator hubungan ketiga faktor tersebut terhadap return saham pada perusahaan LQ45 periode 2020–2024. Penelitian menggunakan metode kuantitatif dengan data panel dan *purposive sampling* sehingga diperoleh 96 observasi. Analisis dilakukan menggunakan *Fixed Effect Model* dan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen dan leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham, sedangkan volatilitas saham berpengaruh negatif signifikan. *Women on Board* tidak memoderasi pengaruh kebijakan dividen dan leverage, tetapi memperkuat pengaruh negatif volatilitas saham terhadap return saham. Temuan ini menunjukkan pentingnya volatilitas saham dan peran direksi perempuan dalam sensitivitas return terhadap risiko pasar.

A B S T R A C T

This study examines the effects of dividend policy, stock volatility, and leverage on stock returns, with *Women on Board* as a moderating variable. The novelty of this study lies in investigating *Women on Board* as a moderator of the relationships between these financial factors and stock returns, rather than as a direct determinant. Using a quantitative approach, panel data were collected from companies consistently listed in the LQ45 Index on the Indonesia Stock Exchange during 2020–2024. A total of 96 observations were selected through *purposive sampling* and analyzed using the *Fixed Effect Model* and *Moderated Regression Analysis* (MRA). The results indicate that dividend policy and leverage have no significant effect on stock returns, whereas stock volatility has a significant negative effect. Furthermore, *Women on Board* strengthens the negative effect of stock volatility but does not moderate the effects of dividend policy or leverage on stock returns.

@2026 Evelyn Margaretha Chen, Helisa Novarty, Nella Yantiana
Under The License CC BY-SA 4.0

PENDAHULUAN

Pasar modal berperan penting sebagai sarana penghimpunan dana jangka panjang bagi perusahaan sekaligus alternatif investasi bagi masyarakat. Saham merupakan salah satu instrumen investasi yang menawarkan *high risk-high return*, sehingga *return* saham menjadi indikator penting bagi investor dalam menilai keberhasilan investasi. *Return* saham dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti kebijakan dividen (Horen & Wackovis, 1998 dalam Sutjahyani, 2025), volatilitas saham akibat reaksi pasar terhadap keputusan perusahaan (Erawati et al., 2022), serta kondisi keuangan perusahaan yang tercermin dalam *Debt to Equity Ratio* (Sholikhah & Handayani, 2022). Selain itu, volatilitas saham juga mencerminkan kondisi ekonomi makro, kebijakan moneter, dan ekspektasi pasar (Fitriyani, 2025).

Penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *return* saham masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham (Fitriana, 2022), namun penelitian lain menunjukkan bahwa DPR berpengaruh positif terhadap *return* saham (Astrelita & Rudianto, 2025). Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa direksi perempuan berperan dalam kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan saham (Dias et al., 2023; Vivian et al., 2022), tetapi terdapat temuan lain yang menyatakan bahwa keberadaan direksi perempuan tidak berhubungan signifikan dengan kebijakan dividen. Inkonsistensi tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara faktor fundamental perusahaan dan *return* saham masih perlu dikaji lebih lanjut pada sampel dan periode yang berbeda.

Beberapa penelitian membuktikan bahwa *women on board* berperan dalam kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan saham (Halaoua & Boukattaya, 2023; Yahaya & Henry, 2025). Namun, penelitian tersebut umumnya menempatkan *women on board* sebagai variabel independen sehingga belum menjelaskan perannya dalam memoderasi hubungan antara kebijakan dividen, volatilitas saham, dan *leverage* terhadap *return* saham. Kebaruan penelitian ini terletak pada pengujian *women on board* sebagai variabel moderasi terhadap ketiga faktor tersebut secara simultan pada perusahaan yang konsisten tergabung dalam indeks LQ45 periode 2020–2024. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan memberikan bukti empiris yang lebih komprehensif mengenai peran tata kelola perusahaan terhadap *return* saham.

KAJIAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Signaling theory didefinisikan sebagai sinyal atau informasi yang mencerminkan kondisi dari suatu perusahaan, disampaikan oleh pihak pengirim kepada investor (Spence, 1973 dalam Wantikari & Septiani, 2025). Pasar bereaksi

positif jika informasi yang disampaikan bersifat positif, dan sebaliknya (Sabila et al., 2024). Dalam konteks dividen, manajemen tidak akan menaikkan dividen kecuali dipastikan laba di masa mendatang mencukupi (Nguyen et al., 2021).

Agency theory menguraikan bagaimana hubungan yang terjadi antara pemilik saham dengan manajer perusahaan dapat menimbulkan masalah akibat perbedaan kepentingan maupun tujuan (Hasan, 2022; Jamal & Enre, 2023). Pembayaran dividen yang tinggi menjadi salah satu instrumen untuk mengurangi konflik tersebut (Bae et al., 2012 dalam Vivian et al., 2022), sementara dewan direksi berperan sebagai mekanisme pemantauan untuk menyelaraskan kepentingan (Yahaya & Henry, 2025).

Return saham didefinisikan sebagai hasil keuntungan dari investasi pada saham (Jogiyanto, 2017 dalam Sunandi & Nariman, 2022), komponen pembentuknya adalah dividen dan *capital gain* atau *loss* (Horen & Wackovis, 1998 dalam Sutjahyani, 2025). *Return* saham dibagi menjadi *expected return* dan *realized return* (Erawati et al., 2022). Pengembalian saham dipengaruhi oleh faktor internal seperti struktur modal serta faktor eksternal perusahaan seperti kebijakan moneter (Kholifah & Retnani, 2021). Dalam penelitian tersebut, *return* saham diukur dengan *capital gain* atau *loss*, yang menggambarkan perbedaan harga saham saat ini dengan harga saham pada periode yang lalu.

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan mengenai proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham dan laba yang ditahan untuk kebutuhan investasi (Yuliyanti & Turmudhi, 2024). Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diprosikan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), karena perusahaan dengan DPR yang tinggi umumnya dipandang lebih stabil dan menarik bagi investor (Amelia, 2022; Djauhari, 2025). Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten, yaitu DPR berpengaruh positif terhadap *return* saham (Astrelita & Rudianto, 2025), namun tidak berpengaruh signifikan menurut Fitriana (2022).

H1: Kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Volatilitas saham merupakan fluktuasi harga saham dalam periode tertentu yang dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal perusahaan (Cahyadi, 2025, Sari et al., 2017 dalam Nugraheni & Fadilla, 2022). Penelitian ini mengukur volatilitas saham menggunakan standar deviasi *return* saham. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa volatilitas saham berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham (Bhuntar P.D et al., 2023; Johan et al., 2025).

H2: Volatilitas saham memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Rasio utang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya dan diprosikan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) (Lubis & Nugroho, 2023). Tingginya DER mencerminkan risiko finansial yang lebih

besar sehingga berpotensi menurunkan return saham (Oneng et al., 2025; Faisal et al., 2024; Apriyanti et al., 2025; Fransiska & Ekdajaja, 2024).

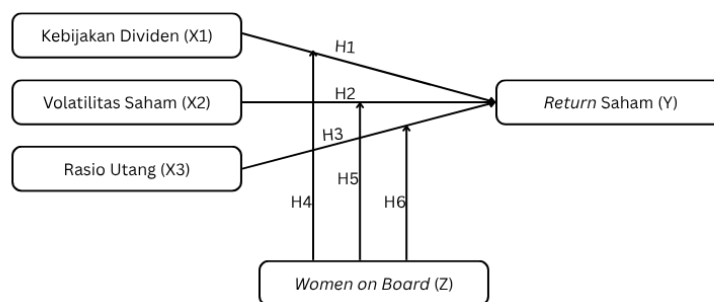
H3: Rasio utang memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Women on Board mengacu pada keberadaan perempuan dalam jajaran direksi atau komisaris sebagai bagian dari tata kelola perusahaan (Mappadang & Bernadine, 2024). Perempuan dinilai lebih teliti dalam pengawasan, transparansi, dan pengambilan keputusan (Magnanelli et al., 2020 dalam Halaoua & Boukattaya, 2023; Yahaya & Henry, 2025). Oleh karena itu, keberadaan direksi perempuan diduga mampu memoderasi hubungan antara kebijakan dividen, volatilitas saham, dan rasio utang terhadap return saham. Dalam penelitian ini, *Women on Board* diukur menggunakan variabel *dummy*.

H4: *Women on board* memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap *return* saham.

H5: *Women on board* memoderasi pengaruh volatilitas saham terhadap *return* saham.

H6: *Women on board* memoderasi pengaruh rasio utang terhadap *return* saham.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif asosiatif kausal dengan memanfaatkan data sekunder berupa data panel laporan tahunan perusahaan LQ45 di BEI pada kurun waktu 2020-2024. Analisis dilakukan terhadap seluruh perusahaan yang terdaftar dalam kategori LQ45 di BEI sebagai populasi penelitian. Indeks LQ45 dipilih karena terdiri dari 45 saham dengan likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar. Penelitian ini menerapkan *purposive sampling*, yang menginklusi sampel didasarkan dengan kriteria yang sesuai terhadap tujuan penelitian (Sugiyono, 2021). Kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan yang konsisten masuk dalam Indeks LQ45 selama periode 2020-2024	24
2.	Perusahaan yang tidak membagikan dividen secara teratur	(3)

selama periode penelitian	
Sampel penelitian	21
Jumlah sampel (n x periode penelitian) (21 x 5)	105
3. Data <i>outlier</i>	(9)
Total sampel setelah <i>outlier</i>	96

Sumber: Analisis peneliti, 2026

Berdasarkan kriteria purposive sampling, diperoleh sebanyak 21 perusahaan sebagai sampel awal. Sampel final yang diterapkan setelah pengujian *outlier* dalam penelitian ini adalah 20 perusahaan dengan total 96 observasi. Penelitian ini melibatkan *return* saham sebagai variabel dependen, tiga variabel independen yakni kebijakan dividen, volatilitas saham, dan rasio utang, satu variabel moderasi yaitu *women on board*, dengan variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan (*firm size*) dan profitabilitas yang diukur dengan *Return on Asset* (ROA). Definisi setiap variabel dan pengukurannya dijelaskan dalam tabel berikut:

Tabel 2. Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Proksi	Pengukuran	Skala
<i>Return</i> Saham (Y)	<i>Capital Gain/Loss</i>	$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Rasio
Kebijakan Dividen (X1)	<i>Dividend Payout Ratio</i>	$\frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$	Rasio
Volatilitas Saham (X2)	Standar Deviasi <i>Return</i>	$\sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n - 1}}$	Rasio
Rasio Utang (X3)	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	$\frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
<i>Women on board</i> (Z)	<i>Dummy</i>	1 = terdapat direksi perempuan, 0 = tidak terdapat direksi perempuan	Nominal
Ukuran Perusahaan (Kontrol)	Logaritma Natural Total Aset	$\ln(\text{Total Assets})$	Rasio
Profitabilitas (Kontrol)	<i>Return on Asset Ratio</i> (ROA)	$\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$	Rasio

Sumber: Analisis peneliti, 2026

Metode analisis data yang diterapkan dalam penelitian ini mencakup uji chow, uji hausman, uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik yaitu uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi, serta uji hipotesis yang meliputi uji parsial (*t*), uji simultan (*f*), dan uji koefisien determinasi (R^2). Penelitian ini mengimplementasikan teknik analisis *Moderated Regression Analysis* (MRA), yang merupakan analisis regresi dengan melibatkan pemoderasi melalui interaksi antara variabel independen dan variabel moderasi. Pengujian dilaksanakan dalam dua tahap menggunakan dua persamaan regresi yaitu sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{DPR} + \beta_2 \text{VOL} + \beta_3 \text{DER} + \beta_8 \text{SIZE} + \beta_9 \text{ROA} + \varepsilon$$

Persamaan 1 digunakan untuk menguji pengaruh langsung kebijakan dividen, volatilitas saham, dan rasio utang terhadap *return* saham tanpa melibatkan variabel moderasi.

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{DPR} + \beta_2 \text{VOL} + \beta_3 \text{DER} + \beta_4 \text{WOB} + \beta_5 \text{DPRWOB} + \beta_6 \text{VOLWOB} + \beta_7 \text{DERWOB} + \beta_8 \text{SIZE} + \beta_9 \text{ROA} + \varepsilon$$

Persamaan 2 digunakan untuk menguji apakah *women on board* memoderasi pengaruh kebijakan dividen, volatilitas saham, dan rasio utang terhadap pengembalian saham, dengan memasukkan variabel interaksi antara variabel independen dan moderasi.

Keterangan:

Y = *Return* Saham; α = Konstanta; β_1 – β_7 = Koefisien regresi; DPR = Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*); VOL = Volatilitas Saham; DER = Rasio Utang (*Debt to Equity Ratio*); WOB = *Women on board*; DPRWOB, VOLWOB, DERWOB = Interaksi variabel moderasi; SIZE = Firm Size (Kontrol); ROA = *Return on Assets* (Kontrol); ε = *Error term*

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Min	Max	Std. Dev
<i>Return</i> Saham	-0,0381	-0,4918	0,6245	0,2196
Kebijakan Dividen (DPR)	0,5635	0,0020	1,3350	0,2799
Volatilitas Saham	0,0228	0,0123	0,0430	0,0071
Rasio Utang (DER)	1,8412	0,1703	6,6260	2,0351
<i>Women on board</i>	0,6250	0,0000	1,0000	0,4867
Firm Size	32,4275	30,4065	35,4255	1,3736
ROA	0,0845	0,0037	0,3017	0,0707

Sumber: Data diolah, *EViews 14*, 2026

Hasil statistik deskriptif (Tabel 3), menunjukkan rata-rata perusahaan yang digunakan sebagai sampel mengalami penurunan *return* selama kurun waktu penelitian, yang ditunjukkan dengan nilai mean *return* saham sebesar -0,0381. Nilai minimum *return* saham yaitu -0,4918 dan nilai maksimum 0,6245, menunjukkan perbedaan yang cukup signifikan antar perusahaan-perusahaan sampel.

Kebijakan dividen memiliki *mean* 0,5635, menunjukkan rata-rata dari perusahaan membagikan 56,35% labanya sebagai dividen kepada pemegang saham. Variabel volatilitas saham memiliki nilai *mean* 0,0228, menunjukkan tingkat fluktuasi harga saham yang relatif rendah selama kurun waktu penelitian. Variabel rasio utang memiliki nilai mean sebesar 1,8412, artinya rata-rata perusahaan sampel memiliki

rasio utang 1,84 kali lebih tinggi dari ekuitasnya. Nilai rata-rata dari *Women on board* adalah sebesar 0,6250, yang diartikan bahwa sebanyak 62,5% perusahaan sampel memiliki minimal satu anggota dewan direksi perempuan selama periode penelitian. Variabel kontrol yaitu *firm size* memiliki nilai rata-rata sebesar 32,4275 dan *Return on Asset* (ROA) memiliki rata-rata 0,0845, diartikan bahwa kebanyakan perusahaan sampel dapat menciptakan keuntungan 8,45% dari total aset perusahaan.

Tabel 4. Pemilihan Model Panel

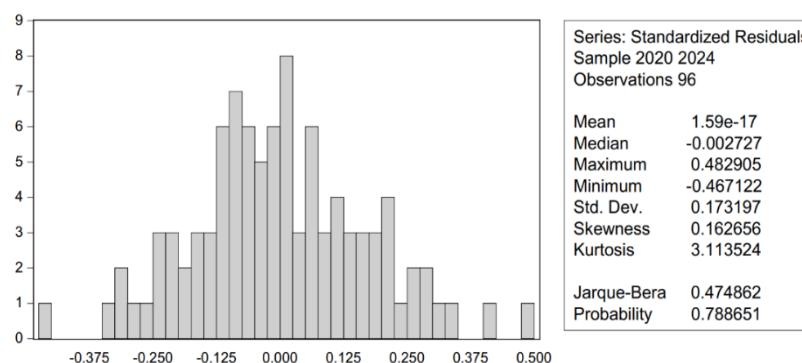
Uji	Nilai Prob.	Keputusan
Chow Test	0,0704	<i>Common Effect</i>
Hausman Test	0,0025	<i>Fixed Effect</i>

Sumber: Data diolah, EViews 14, 2026

Hasil Uji Chow menunjukkan nilai probabilitas 0,0704, lebih tinggi dari 0,05, sehingga mengindikasikan penggunaan *Common Effect Model*. Penentuan *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model* dilakukan dengan Hausman Test, untuk menentukan yang lebih tepat digunakan. Hasil Hausman Test menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0025, lebih rendah dibandingkan 0,05, sehingga model yang dipilih untuk digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model* karena memiliki kemampuan untuk mengendalikan keberagaman antar perusahaan sampel yang tidak dapat teramati, sehingga menghasilkan perkiraan yang lebih akurat untuk data panel dalam penelitian (Wooldridge, 2010 dalam Dewi et al., 2025).

Hasil pengujian asumsi klasik

Gambar 2. Histogram Uji Normalitas



Sumber: Data diolah, EViews 14, 2026

Uji normalitas dilakukan dengan Jarque-Bera. Nilai probabilitas dari hasil pengujian menunjukkan nilai 0,474 yang lebih besar dari 0,05, sehingga ditarik kesimpulan bahwa data residual memenuhi asumsi normalitas dan terdistribusi secara normal.

Tabel 5. Uji Multikolinearitas

	DPR	VOL	DER	SIZE
DPR	1,0000	-0,0720	0,1336	-0,1084
VOL	-0,0720	1,0000	0,0162	-0,1144
DER	0,1336	0,0162	1,0000	0,6239
SIZE	-0,1084	-0,1144	0,6239	1,0000
ROA	0,4135	-0,0801	-0,2793	-0,4973

Sumber: Data diolah, EViews 14, 2026

Uji multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan menggunakan matriks korelasi. Hasil dari pengujian multikolinearitas mengindikasikan semua korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,8 dengan nilai korelasi tertinggi antara rasio utang dan *firm size* sebesar 0,6239. Ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat multikolinearitas.

Uji heteroskedastisitas yang dilakukan pada penelitian ini menunjukkan bahwa dalam model regresi penelitian ini tidak terdapat heteroskedastisitas. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan nilai Durbin-Watson yang menghasilkan nilai 2,574, sehingga ditarik simpulan, yaitu tidak adanya autokorelasi yang serius dalam model regresi.

Hasil pengujian hipotesis

Tabel 6. Analisis Regresi Persamaan 1

Variabel	Koefisien	t-statistic	Prob.	Keterangan
Konstanta	22,8443	3,5786	0,0006	
DPR	-0,1328	-1,1383	0,2588	H1 Ditolak
Volatilitas	-14,3808	-2,9629	0,0041	H2 Diterima
DER	0,0783	1,2421	0,2183	H3 Ditolak
<i>Firm Size</i>	-0,7045	-3,5998	0,0006	Signifikan
ROA	2,6281	4,0259	0,0001	Signifikan
R-squared	0,3778			
Adjusted R-squared	0,1675			
Prob. F-statistic	0,0303			

Sumber: Data diolah, EViews 14, 2026

$$return = 22,844 - 0,133DPR - 14,381VOL + 0,078DER - 0,705SIZE + 2,628ROA + \varepsilon$$

Hasil dari analisis regresi persamaan 1 pada Tabel 6 memperoleh nilai peluang (Prob.) F sebesar 0,0303, lebih rendah dibandingkan 0,05. Hasil ini menunjukkan jika model regresi berpengaruh signifikan secara simultan terhadap pengembalian saham. Nilai R-squared 0,3778 mengindikasikan bahwa variabel independen dapat menerangkan 37,78% variasi pada *return* saham, sementara sisanya 62,22% merupakan penjelasan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.

Tabel 7. Analisis Regresi Persamaan 2

Variabel	Koefisien	t-statistic	Prob.	Keterangan
Konstanta	15,6418	2,2581	0,0272	
DPR	-0,0242	-0,1632	0,8709	
Volatilitas	3,3875	0,4001	0,6904	
DER	0,1518	1,3192	0,1916	
<i>Women on board</i>	0,7789	3,2667	0,0017	Signifikan
DPR × WoB	-0,4146	-1,8600	0,0673	H4 Ditolak
Volatilitas × WoB	-21,9874	-2,6624	0,0097	H5 Diterima
DER × WoB	-0,0721	-0,5674	0,5724	H6 Ditolak
<i>Firm Size</i>	-0,4997	-2,3715	0,0206	Signifikan
ROA	2,9713	4,7283	0,0000	Signifikan
R-squared	0,4718			
Adjusted R-squared	0,2510			
Prob. F-statistic	0,0059			

Sumber: Data diolah, EViews 14, 2026

$$return = 15,642 - 0,024DPR + 3,388VOL + 0,152DER + 0,779WOB - 0,415DPRWOB - 21,987VOLWOB - 0,072DERWOB - 0,500SIZE + 2,971ROA + \varepsilon$$

Output regresi persamaan 2 pada tabel 7 mendapati nilai Prob. F (peluang) yang bernilai 0,0059 lebih rendah dibandingkan 0,05. Hasil ini mengindikasikan model regresi ini berpengaruh signifikan secara simultan terhadap *return* saham. Nilai R-squared meningkat dari 0,3778 pada persamaan 1 menjadi 0,4718 setelah variabel moderasi *women on board* dimasukkan, menunjukkan bahwa keberadaan direksi perempuan mampu meningkatkan kapasitas model dalam menjelaskan perbedaan *return* saham sebesar 9,4%.

Berdasarkan hasil pengujian yang terdiri dari uji parsial (*t*), uji simultan (*f*), dan uji koefisien determinasi (R^2) pada kedua tabel regresi tersebut, hasil pengujian hipotesis diperoleh sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham (Prob. 0,2588 > 0,05; koefisien -0,1328), yang mengakibatkan H1 ditolak. Hasil ini sebanding dengan penelitian Fitriana (2022) namun bertentangan dengan Astrelita & Rudianto (2025) Berdasarkan *signaling theory*, investor LQ45 lebih memperhatikan faktor makroekonomi dibandingkan kebijakan dividen sebagai sinyal keuangan perusahaan. Kondisi tersebut dapat dijelaskan oleh karakteristik perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Perusahaan-perusahaan tersebut umumnya merupakan perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar, tingkat likuiditas saham yang tinggi, serta kinerja keuangan yang relatif stabil. Oleh karena itu, investor cenderung lebih berorientasi pada potensi pertumbuhan perusahaan dan capital gain dibandingkan besarnya dividen yang dibagikan. Selain itu, kebijakan

dividen merupakan keputusan yang telah diperkirakan oleh pasar sehingga informasi tersebut tidak lagi memberikan sinyal baru yang mampu memengaruhi perubahan return saham secara signifikan.

2. Volatilitas saham berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham (Prob. $0,0041 < 0,05$; koefisien $-14,381$), sehingga diperoleh hasil bahwa H2 diterima. Berdasarkan *signaling theory*, volatilitas tinggi mencerminkan ketidakpastian pasar yang mendorong investor menghindari saham tersebut, sehingga *return* menurun (Fitriyani, 2025). Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi volatilitas saham, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian yang dirasakan investor. Kondisi tersebut mendorong investor untuk mengurangi kepemilikan saham atau menunda investasi sehingga permintaan saham menurun dan berdampak pada penurunan return. Pada perusahaan LQ45 yang menjadi acuan banyak investor, perubahan tingkat volatilitas juga cenderung memperoleh perhatian lebih besar karena perusahaan-perusahaan tersebut memiliki frekuensi perdagangan yang tinggi dan menjadi indikator kondisi pasar modal Indonesia.
3. Rasio utang ditemukan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham (Prob. $0,2183 > 0,05$; koefisien $0,0783$), sehingga H3 ditolak. Temuan ini sejalan dengan Siskayanti & Widyawati (2022) Berdasarkan *agency theory*, perusahaan LQ45 dianggap mampu mengelola utangnya dengan baik sehingga investor tidak mempermasalahkan tingkat *leverage*. Tidak signifikkannya pengaruh *leverage* menunjukkan bahwa investor tidak semata-mata menilai besarnya utang perusahaan sebagai indikator risiko investasi. Investor juga mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam mengelola utang tersebut untuk menghasilkan laba dan mendukung ekspansi usaha. Karakteristik perusahaan LQ45 yang umumnya memiliki fundamental yang kuat menyebabkan tingkat *leverage* masih berada pada batas yang dapat diterima oleh investor sehingga tidak menjadi faktor utama dalam menentukan keputusan investasi.
4. *Women on board* tidak memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap *return* saham (Prob. $0,0673 > 0,05$; koefisien $-0,4146$), sehingga H4 ditolak. Kebijakan dividen diasumsikan lebih dipengaruhi oleh kondisi keuangan serta strategi perusahaan secara keseluruhan dibandingkan komposisi gender dewan direksi (Dias et al., 2023). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa keputusan pembagian dividen lebih dipengaruhi oleh kondisi keuangan perusahaan, kebutuhan investasi, serta kebijakan manajemen secara keseluruhan dibandingkan oleh keberadaan direksi perempuan. Dengan demikian, keberagaman gender dalam dewan direksi belum mampu mengubah hubungan antara kebijakan dividen dan return saham karena keputusan dividen merupakan hasil pertimbangan kolektif yang melibatkan berbagai pihak dalam tata kelola perusahaan.

5. *Women on board* memoderasi pengaruh volatilitas saham terhadap return saham (Prob. $0,0097 < 0,05$; koefisien $-21,987$), sehingga H5 diterima. Keberadaan direksi perempuan memperkuat pengaruh negatif volatilitas terhadap return saham. Berdasarkan *agency theory*, direksi perempuan yang lebih berhati-hati dan berorientasi jangka panjang mampu meningkatkan sensitivitas return terhadap risiko pasar (Halaoua & Boukattaya, 2023; Yahaya & Henry, 2025). Temuan ini memperlihatkan bahwa keberadaan direksi perempuan berkontribusi dalam memperkuat hubungan antara volatilitas saham dan return saham. Direksi perempuan yang cenderung lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan mampu meningkatkan kualitas pengawasan terhadap risiko perusahaan sehingga pasar memberikan respons yang lebih sensitif terhadap perubahan volatilitas saham. Hasil ini menunjukkan bahwa peran *Women on Board* tidak secara langsung meningkatkan return saham, tetapi lebih berfungsi sebagai mekanisme tata kelola yang memengaruhi bagaimana risiko pasar diterjemahkan menjadi return oleh investor. Temuan tersebut sekaligus menjadi kontribusi penelitian ini dalam memperluas literatur mengenai peran *Women on Board* sebagai variabel moderasi.
6. *Women on board* tidak memoderasi pengaruh rasio utang terhadap return saham (Prob. $0,5724 > 0,05$; koefisien $-0,0721$), sehingga H6 ditolak. Kebijakan utang lebih ditentukan oleh kondisi keuangan dan strategi bisnis jangka panjang perusahaan dibandingkan komposisi gender dewan direksi. Tidak ditemukannya efek moderasi menunjukkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan lebih dipengaruhi oleh kebutuhan operasional, strategi investasi, dan kondisi keuangan perusahaan dibandingkan komposisi gender dewan direksi. Dengan demikian, keberadaan direksi perempuan belum mampu mengubah hubungan antara *leverage* dan *return* saham. Hasil ini mengindikasikan bahwa efektivitas *Women on Board* sebagai mekanisme tata kelola lebih terlihat pada pengelolaan risiko pasar dibandingkan keputusan struktur modal perusahaan.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini menguji pengaruh kebijakan dividen (DPR), volatilitas saham, dan rasio utang (DER) pada *return* saham dan peran *women on board* sebagai pemoderasi pada perusahaan yang terdaftar dalam LQ45 periode 2020–2024 menggunakan *Fixed Effect Model*. Temuan menunjukkan bahwa kebijakan dividen dan rasio utang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, yang mengindikasikan kedua variabel tersebut bukan faktor utama bagi investor untuk menganalisis *return* saham. Selain dari itu, volatilitas saham terbukti memiliki pengaruh negatif signifikan, menunjukkan apabila fluktuasi harga saham semakin

tinggi, maka pengembalian yang diterima investor semakin rendah.

Hasil pengujian moderasi menunjukkan bahwa *women on board* tidak memoderasi pengaruh *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan rasio utang terhadap *return* saham. Namun, *women on board* terbukti memoderasi pengaruh volatilitas saham terhadap *return* saham dengan memperkuat hubungan negatif tersebut. Temuan ini mengindikasikan bahwa volatilitas saham merupakan faktor utama penentu *return* saham LQ45 dan komposisi gender dalam dewan direksi perlu mendapat perhatian lebih dari perusahaan maupun investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan. Pertama, sampel terbatas pada perusahaan di LQ45 sehingga hasilnya belum bisa diterapkan untuk seluruh perusahaan di BEI. Kedua, *women on board* diukur dengan variabel *dummy* sehingga belum menangkap variasi keterwakilan perempuan secara penuh. Ketiga, model hanya mencakup tiga determinan *return* saham tanpa mempertimbangkan faktor makroekonomi seperti suku bunga dan inflasi.

Penelitian-penelitian selanjutnya disarankan untuk memperbesar sampel ke sektor ataupun indeks lain, serta mengukur *women on board* dengan lebih komprehensif seperti proporsi direksi perempuan, menambahkan variabel makroekonomi, serta mempertimbangkan metode analisis yang lebih *robust* seperti GMM atau *robust standard error*.

DAFTAR PUSTAKA

- Amelia, M. (2022). Determinan Dividen Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. 1(2).
- Apriyanti, R., Safitriawati, T., & Yetmi, Y. S. (2025). Pengaruh Current Ratio, Return on Equity, Debt to Equity Ratio dan Earning per Share terhadap Return Saham. *Jurnal Bisnis Kreatif dan Inovatif*, 2(2), 98–108. <https://doi.org/10.61132/jubikin.v2i2.773>
- Astrelita, F. P., & Rudianto, D. (2025). Analisis Pengaruh Market Value dan Dividend Policy terhadap Return Saham Indeks Bisnis-27 Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. 9.
- Bhuntar P.D, C., Indah Mursalini, W., & Indrawati, N. (2023). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Volatilitas Harga Saham dan Kapitalisasi Pasar terhadap Return Saham pada Perusahaan Perdagangan Besar yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2016-2020. *Jurnal Penelitian Ekonomi Manajemen dan Bisnis*, 2(1), 185–195. <https://doi.org/10.55606/jekombis.v2i1.991>

- Cahyadi, J. (2025). Faktor yang Mempengaruhi Volatilitas Harga Saham dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi. VII(4).
- Dewi, A. K., Septiani, R. E., Rahmah, S., Qurrota, S. S., & Dewantara, G. F. (2025). Pengaruh Pendidikan Perempuan terhadap Kemiskinan di Indonesia.
- Dias, V. F. M. B., Malaquias, R. F., & Lopes, J. E. F. (2023). Women's presence on the board of directors and stock returns: An event study in the Brazilian market. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 22, e3350. <https://doi.org/10.16930/2237-7662202333502>
- Djauhari, M. (2025). Pengaruh Quick Ratio (QR) dan Debt to Equity Ratio (DER) terhadap Dividen Payout Ratio (DPR) pada PT. Semen Indonesia. 5(2).
- Erawati, F. N., Angarani, D., & Hasan, K. (2022). Analisis Harga Saham, Return Saham dan Likuiditas Saham Sebelum dan Sesudah Akuisisi pada PT. Semen Indonesia. 4.
- Faisal, A., Heniwati, E., Yantiana, N., Noviarty, H., & Rusmita, S. (2024). The Effect of Leverage And Profitability on Earnings Management With Managerial Ownership As A Moderating Variable in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange In 2020-2023. *International Journal of Scientific Research and Management (IJSRM)*, 12(11), 7973–7986. <https://doi.org/10.18535/ijssrm/v12i11.em15>
- Fitriana, D. (2022). Pengaruh Rasio Profitabilitas Dan Kebijakan Dividen Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2019. 1(1).
- Fitriyani, S. (2025). Volatilitas Indeks Harga Saham dan Indikator Ekonomi Makro dan Sektor Keuangan di Indonesia.
- Fransiska, I., & Ekadjaja, A. (2024). Pengaruh Return on Aset (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), Economic Value Added (EVA), Total Aset Turnover (TATO), dan Current Ratio (CR) Terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2017 – 2019. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 6(2), 701–711. <https://doi.org/10.24912/jpa.v6i2.29706>
- Halaoua, S., & Boukattaya, S. (2023). Does gender diversity in the audit committee influence corporate dividend policy? Evidence from French listed firms. *Green Finance*, 5(3), 373–391. <https://doi.org/10.3934/GF.2023015>
- Hasan, F. (2022). Gender diversity in the boardroom and shareholder wealth maximisation: Evidence from the United Kingdom. *Financial Markets, Institutions and Risks*, 6(2), 43–55. [https://doi.org/10.21272/fmir.6\(2\).43-](https://doi.org/10.21272/fmir.6(2).43-)

55.2022

- Jamal, J., & Enre, A. (2023). Konstruksi Agency Theory untuk Meminimalisir Asymmetry Information dalam Teori Keuangan Syariah Perspektif Tabligh. POINT: *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 5(2), 163–171. <https://doi.org/10.46918/point.v5i2.2092>
- Johan, J., Suhendah, R., & Bambang Daryatno, A. (2025). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Return Saham. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, VII(3). <https://doi.org/10.24912/jpa.v7i3.34390>
- Kholifah, D. N., & Retnani, E. D. (2021). Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Kebijakan Dividen, dan Struktur Modal Terhadap Return Saham. 10.
- Lubis, A., & Nugroho, R. A. (2023). Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Entitas*, 3(1).
- Mappadang, A., & Bernadine, W. (2024). Women on Board on Companies Performances and Fraud Tendencies: Evidence from Indonesia's Energy Industry. *Jurnal Akademi Akuntansi*, 7(2). <https://doi.org/10.22219/jaa.v7i2.32785>
- Nguyen, A. H., Pham, C. D., Doan, N. T., Ta, T. T., Nguyen, H. T., & Truong, T. V. (2021). The Effect of Dividend Payment on Firm's Financial Performance: An Empirical Study of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 353. <https://doi.org/10.3390/jrfm14080353>
- Nugraheni, S., & Fadilla, A. (2022). Pemodelan Volatilitas Indeks Harga Saham dengan Metode Garch dan E-Garch: Studi Kasus pada Jakarta Stock Exchange Composite Index (JCI) dan Strait Times Index (STI). (2). <https://doi.org/10.35590/jeb.v9i2.5555>
- Oneng, M. Y., Muliati, M., Pakawaru, M. I., & Tanra, A. A. M. (2025). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Manajemen Laba Dengan Financial Distress Sebagai Variabel Mediasi: (Survei Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2023). *Jurnal Maneksi*, 14(3), 1147–1164. <https://doi.org/10.31959/jm.v14i3.3248>
- Sabila, I., Rahmawati, R., Djuminah, D., Dwi Amperawati, E., & Dwianto, A. (2024). The Interplay between Board Gender Diversity, Earnings Quality, and Return Volatility: Considering the Reputation of Corporate Awards. *Qubahan Academic Journal*, 4(3), 638–650. <https://doi.org/10.48161/qaj.v4n3a1006>

- Sholikhah, I., & Handayani, N. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Likuiditas, dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan. 11.
- Siskayanti, D., & Widyawati, D. (2022). Pengaruh Leverage, Pertumbuhan Laba, Earning Per Share, Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham. 11.
- Sugiyono, S. (2021). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Penerbit Alfabeta.
- Sunandi, W., & Nariman, A. (2022). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 4(4), 1611–1621. <https://doi.org/10.24912/jpa.v4i4.21392>
- Sutjahyani, D. (2025). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Return Saham. *GEMAH RIPA: Jurnal Bisnis*, 5(01), 1–12. <https://doi.org/10.69957/grjb.v5i01.1936>
- Vivian, V., Candy, C., & Robin, R. (2022). Pentingkah Perilaku Wanita? Studi Kebijakan Dividen. *Owner*, 6(2), 1852–1866. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i2.812>
- Wantikari, E., & Septiani, D. (2025). Ukuran Perusahaan, Perputaran Persediaan, dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya Terhadap Pertumbuhan Laba. *Jurnal Maneksi*, 14(2), 705–712. <https://doi.org/10.31959/jm.v14i2.2977>
- Yahaya, A., & Henry, E. (2025). Board Composition and Dividend Policy Decisions. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.5020439>
- Yuliyanti, E., & Turmudhi, A. (2024). Kajian Literatur: Mengungkap Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan. *MENAWAN: Jurnal Riset Dan Publikasi Ilmu Ekonomi*, 2(5), 26–39. <https://doi.org/10.61132/menawan.v2i5.776>