



PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN DAN LEVERAGE KEUANGAN TERHADAP VOLATILITAS HARGA SAHAM DENGAN CEO PEREMPUAN SEBAGAI PEMODERASI

Ni Putu Sinta Jeneca¹ Ni Nyoman Ayu Diantini²

Article history:

Submitted: 1 Juli 2024

Revised: 23 Agustus 2024

Accepted: 28 Agustus 2024

Keywords:

Dividend Policy;

Financial Leverage;

Stock Price Volatility;

Female CEOs.

Kata Kunci:

Kebijakan dividen;

Leverage keuangan;

Volatilitas harga saham;

CEO perempuan.

Koresponding:

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,

Universitas Udayana, Bali,

Indonesia

Email:

sintajeneca@gmail.com

Abstract

This study aims to determine the effect of dividend policy and financial leverage on stock price volatility moderated by female CEOs using an associative quantitative approach. Using data registered as non-financial companies on the Kompas100 Index during the period 2018 to 2022. Data is accumulated and classified using the purposive sampling method or sample determination according to predetermined criteria so that the number of observation data obtained is 105 data from 32 non-financial companies which will be processed using SPSS 25.0 software using the Moderated Regression Analysis (MRA) technique. The test analysis will be carried out with descriptive statistical analysis and inferential analysis which then proves that dividend policy has a negative impact on stock price volatility, financial leverage has a positive correlation with stock price volatility, while female CEOs are unable to correlate dividend policy and financial leverage with stock price volatility. The theoretical implications of this study are that it is able to support the signaling theory and the "bird in the hand" theory, while its practical implications can be a benchmark for companies and investors in making decisions.

Abstrak

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen dan *leverage* keuangan terhadap volatilitas harga saham serta untuk mengetahui pengaruh kedua variabel tersebut apabila dimoderasi dengan CEO perempuan. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif bersifat asosisatif. Menggunakan data yang terdaftar sebagai perusahaan nonfinansial pada Indeks Kompas100 selama periode 2018 hingga 2022. Data diakumulasi dan diklasifikasi menggunakan teknik pengambilan sampel *nonprobability* dengan metode *purposive sampling* atau penetapan sampel menurut kriteria yang telah ditetapkan sehingga dari 152 populasi didapatkan 32 perusahaan non-keuangan dengan 105 data observasi yang akan diolah menggunakan *software* SPSS 25.0 memakai teknik *Moderated Regression Analysis (MRA)*. Analisis uji akan dilangsungkan dengan analisis statistik deskriptif dan analisis inferensial yang kemudian dibuktikan bahwa kebijakan dividen berdampak negatif kepada volatilitas harga saham, *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham, sementara CEO perempuan tidak mampu memperkuat kebijakan dividen dan memperlemah *leverage* keuangan terhadap volatilitas harga saham. Implikasi teoritis penelitian ini, yaitu mampu mendukung teori *signalling* dan teori "burung di tangan", sementara implikasi praktisnya dapat menjadi tolok ukur bagi perusahaan dan investor dalam mengambil keputusan.

PENDAHULUAN

Investasi saham adalah salah satu sekuritas yang paling banyak diperjual-belikan dan diminati di pasar modal karena tingkat keuntungannya menarik bagi investor (Tandelilin, 2001). Saham dapat dipengaruhi oleh perubahan baik dari industri maupun perusahaan yang mengeluarkan saham (emiten) (Ananda & Mahdy, 2015). Salah satu perubahannya adalah harga saham itu sendiri. Harga saham akan meningkat jika ada peningkatan permintaan, dan sebaliknya jika investor banyak menjual saham harga saham akan cenderung mengalami penurunan harga (Rosyida *et al.*, 2020). Naik dan turunnya harga pada saham karena permintaan dan penawaran akan menyebabkan saham mengalami fluktuasi harga. Volatilitas dapat dijadikan parameter dari naik-turunnya harga saham (Artikanaya & Gayatri, 2020). Volatilitas harga saham atau *stock price volatility* merupakan pengukuran statistik tingkat perubahan harga saham atau fluktuasi harga pada periode tertentu yang akan mencerminkan tingkat risiko suatu saham pada sebuah perusahaan (Warsito & Robiyanto, 2020).



Sumber: Investing.com, 2023

Gambar 1. Fluktuasi Harga Saham Indeks Kompas100 Periode 2018 - 2022

Gambar 1. menunjukkan bahwa harga Indeks Kompas100 berubah setiap bulan. Beberapa faktor memengaruhi perubahan harga saham di pasar modal secara keseluruhan. Harga saham turun drastis dari Februari 2018 hingga Maret 2020. Setelah Maret 2020, harga saham terus naik dan turun hingga April 2022. Data tersebut menunjukkan bahwa harga saham di Indeks Kompas100 berubah-ubah dan tidak stabil sehingga dapat memicu saham mengalami volatilitas harga. Volatilitas harga saham yang tinggi akan menimbulkan ketidakpastian *return* yang diperoleh oleh investor sehingga dapat mengganggu investor dalam memutuskan strategi investasinya (Artikanaya & Gayatri, 2020). Kesalahan dalam berinvestasi dapat diminimalisir dengan mengetahui tingkat fluktuasi harga saham di pasar modal. Maka dari itu, investor diharapkan lebih peka terhadap penerimaan informasi sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan sebagai acuan tepat-tidaknya berinvestasi pada suatu perusahaan (Andiani & Gayatri, 2018).

Kebijakan dividen dan *leverage* keuangan dapat mempengaruhi volatilitas harga saham serta memberikan informasi mengenai prospek keuangan perusahaan. Menurut Baskin (1989) kebijakan dividen tidak hanya mengandung informasi perusahaan untuk pasar, tetapi juga sebagai dasar kepercayaan pasar terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian Nguyen *et al.* (2020) dan

Artikanaya & Gayatri, (2020) menemukan bahwa volatilitas harga saham dapat berpengaruh negatif pada kebijakan dividen yang diproksi oleh (*DPR*) sedangkan temuan Alajekwu *et al.* (2020) dan Aten & Nurdiniah (2021) mengindikasikan sebaliknya bahwa kebijakan dividen diproksikan *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham.

Leverage keuangan adalah salah satu kebijakan pendanaan perusahaan yang mengandung informasi mengenai tingkat penggunaan utang perusahaan sebagai pembiayaan. Pembiayaan dengan utang digunakan perusahaan guna memperbesar investasi atau operasionalnya untuk meningkatkan potensi keuntungan, namun hal tersebut juga akan dibarengi dengan meningkatnya risiko keuangan perusahaan. Penelitian oleh Gautam (2017); Septiyadi dan Bwarleling (2020); dan Marini *et al.* (2019) menyebutkan *leverage* berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham. Sementara itu, penelitian Priana *et al.* (2017) mengklaim bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham, bertentangan dengan penelitian Ardiansyah *et al.* (2017) dan Larasati *et al.* (2021) menemukan bahwa tidak ada korelasinya antara *leverage* keuangan dengan volatilitas harga saham.

CEO (*Chief Executive Officer*) merupakan seseorang yang menjadi bagian dari dewan eksekutif yang dapat disebut direktur utama (Mahbubi, 2016). Peran CEO sebagai pemegang jabatan tertinggi adalah mengambil keputusan terutama keputusan yang berkaitan dengan keuangan perusahaan, seperti kebijakan dividen maupun keputusan pendanaan (*leverage*). Gender seorang CEO diyakini mempengaruhi hubungan kebijakan dividen dan *leverage* keuangan dengan volatilitas harga saham. Dalam hal ini adalah CEO perempuan. CEO perempuan menurut penelitian Duygun *et al.*, (2018) dapat membayar dividen lebih tinggi untuk meningkatkan kepercayaan pemegang saham dan menjaga reputasi perusahaan sehingga volatilitas harga saham perusahaan tersebut akan rendah. Perempuan umumnya dianggap lebih berhati-hati untuk menghindari risiko dan konservatif dalam pengambilan keputusan keuangan untuk menjaga kestabilan harga saham (Faccio *et al.*, 2016 dalam Garcia-Meca *et al.*, 2022). Menurut Chen *et al.* (2016) adanya persepsi dari sisi perempuan dalam dewan eksekutif dalam menentukan keputusan manajemen akan berakibat pada kesehatan keuangan perusahaan, terutama dalam hal menjaga kestabilan harga saham.

Teori sinyal menjadi teori yang digunakan pada penelitian ini. Teori ini menjelaskan pentingnya memberikan laporan keuangan perusahaan kepada pihak eksternal untuk pengambilan keputusan investasi (Muhharomi *et al.*, 2021). Teori sinyal pada konteks keuangan merujuk pada teori informasi yang menyatakan bahwa tindakan-tindakan tertentu dari perusahaan, seperti dividen yang diberikan, pengumuman kebijakan baru atau peningkatan atau penurunan dalam investasi, dapat memberikan sinyal atau petunjuk investor tentang kesehatan atau prospek masa depan *company*.

Teori kedua, yaitu *Bird in the Hand Theory* yang menyebutkan bahwa investor lebih menyukai untuk mengalokasikan dananya pada saham yang membayar dividen daripada saham yang berpotensi untuk menghasilkan *capital gains* (Wallstreetmojo, 2024). Keuntungan berupa dividen yang diterima investor memiliki nilai risiko yang lebih rendah (Angelina *et al.*, 2023).

Kebijakan dividen suatu perusahaan menentukan bagaimana perusahaan akan mengalokasikan modal dan investasinya di masa depan apakah perusahaan akan membagikan dividennya atau tidak (sebagai laba ditahan) (Sutrisno, 2017). Rasio pembayaran dividen diperuntukan untuk mengukur kebijakan dividen. Kebijakan dividen dapat menjadi sinyal bagi investor, jika pembayaran dividen oleh perusahaan tinggi maka investor akan membeli saham dibanding menjual sahamnya serta dapat menarik investor baru untuk berinvestasi (Primadita, 2017). Selaras juga dengan gagasan “burung di tangan” yang menegaskan bahwasannya investor lebih menghendaki keuntungan berupa dividen yang dibayarkan besar. Semakin tinggi pembayaran dividen akan memperkecil risiko yang dihadapi oleh investor. Temuan ini sejalan dengan penelitian Juliani, 2021; Nguyen *et al.* (2020); Ahmad *et al.* (2018); Widiyanti & Candradewi, (2021); dan Angelina *et al.* (2023) yang mengindikasikan saat perusahaan memutuskan membayar dividen lebih tinggi akan memperkecil volatilitas harga saham sehingga berdasarkan uraian tersebut rumusan hipotesis 1 untuk penelitian ini, yaitu
H1: Volatilitas harga saham dipengaruhi (negatif) kebijakan dividen.

Leverage keuangan adalah tingkat utang suatu perusahaan untuk dana investasi yang dapat meningkatkan potensi pengembalian yang lebih besar untuk investasi. *DER* sebagai indikator ukur *leverage* yang dapat dijadikan sebagai pemberi sinyal informasi kepada investor mengenai kondisi perusahaan berdasarkan tingkat utang perusahaan yang dibandingkan dengan ekuitas perusahaan (Rosyida et al., 2020). Berdasarkan teori sinyal, tingkat penggunaan utang (*DER*) lebih banyak sebagai pendanaan dapat mendorong tingkat risiko yang lebih tinggi dan memberikan sinyal negatif kepada investor bahwa penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan potensi kesulitan keuangan perusahaan di masa depan. Tingkat *leverage* tinggi mengharuskan perusahaan untuk membayar pembiayaan tetap yang tinggi karena tingginya pembiayaan eksternal sehingga pendanaan investasi lebih banyak dari utang dapat meningkatkan volatilitas harga saham. Anggapan tersebut dinyatakan pada penelitian Rosyida et al. (2020); Selpiana et al. (2018); Sirait et al. (2021); Yulinda et al. (2020); dan Artikanaya & Gayatri, (2020) yang menemukan *leverage* keuangan berpengaruh (positif) terhadap volatilitas harga saham maka hipotesis dapat dirumuskan,

H2: *Leverage* keuangan berkorelasi positif terhadap volatilitas harga saham.

CEO (*Chief Executive Officer*) perempuan menurut penelitian Duygun et al., (2018) bisa membayarkan dividen lebih tinggi guna meningkatkan kepercayaan pemegang saham sehingga fluktuasi harga saham perusahaan rendah. Perempuan umumnya dianggap lebih berhati-hati untuk menghindari risiko dan konservatif dalam pengambilan keputusan keuangan untuk menjaga kestabilan harga saham (Faccio et al., 2016). Penelitian Amalia (2018) menyimpulkan bahwa keberadaan perempuan dalam jajaran dewan eksekutif berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Keberadaan CEO perempuan dalam dewan eksekutif akan cenderung meminimalkan risiko dengan melakukan pembayaran dividen tinggi untuk memperkecil volatilitas harga saham (Liu, 2018). Pernyataan ini disampaikan juga oleh penelitian Ismiyanti et al. (2018); Syahfitri & Risfandy, (2023); Pucheta-Martinez et al. (2016); Almeida et al. (2019); dan Utomo et al. (2022) yang menyatakan bahwa pemimpin perempuan dapat mempengaruhi kebijakan dividen, sehingga rumusan hipotesis ketiga untuk penelitian ini adalah.

H3: CEO perempuan memperkuat hubungan kebijakan dividen dengan volatilitas harga saham.

Menurut Nareswari (2022), perempuan cenderung memiliki perilaku yang kurang menyukai risiko. Maka dari itu, kecenderungan pemimpin perempuan memilih menggunakan utang sebagai pembiayaan relatif lebih kecil. Pada studi empiris yang dilakukan oleh Hoang (2019), perusahaan yang dipimpin oleh CEO perempuan mempunyai indeks risiko yang rendah dan lebih konservatif dalam berinvestasi sehingga CEO perempuan akan lebih memilih *leverage* perusahaan yang rendah untuk meminimalkan konsekuensi negatif akibat dari kesulitan keuangan. Temuan penelitian Diantini, (2022); Faccio et al. (2016); Nguyen et al. (2020); dan Bernile et al. (2018) menjelaskan bahwa CEO perempuan menghindari risiko yang tinggi dengan mengambil lebih sedikit pendanaan dengan utang maka rumusan hipotesis keempat, sebagai berikut.

H4: CEO perempuan memperlambat hubungan *leverage* keuangan terhadap volatilitas harga saham.

METODE PENELITIAN

Pendekatan kuantitatif asosiatif adalah jenis pendekatan yang akan digunakan pada penelitian ini. Objek penelitian yang digunakan adalah berfokus pada perusahaan nonfinansial terindeks Kompas100 periode 2018 - 2022. Ada tiga jenis variabel yang akan diteliti, variabel independen, variabel dependen dan variabel sebagai pemoderasi maka untuk mengetahui pengaruh dari variabel-variabel tersebut dilakukan *Moderated Regression Analysis (MRA)*. Teknik ini merupakan cara analisis khusus untuk mempertahankan mutu sampel dan memberikan dasar sebagai pengontrol pengaruh pemoderasi dengan metode uji interaksi (Ghozali, 2018: 227). Mengutip dari berbagai penelitian terdahulu, taraf signifikansi 5% ditetapkan sebagai syarat lolos uji analisis. Terdapat 2 model persamaan regresi yang akan digunakan untuk penelitian ini.

Model persamaan 1 tanpa variabel moderasi:

$$PV = \beta_0 + \beta_1 \text{DPR} + \beta_2 \text{DER} + e \dots \dots \dots (1)$$

Model persamaan 2 analisis regresi moderasi:

$$PV = \beta_0 + \beta_1 \text{DPR} + \beta_2 \text{DER} + \beta_3 \text{CEOper} + \beta_4 \text{DPR} \cdot \text{CEOper} + \beta_5 \text{DER} \cdot \text{CEOper} + e \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

PV = Volatilitas Harga Saham

β_0 = Konstanta

$\beta_1 \beta_2 \beta_3$ = Koefisien Regresi

DPR = *Dividend Payout Ratio*, Proksi Kebijakan Dividen

DER = *Debt to Equity Ratio*, Proksi *Leverage* Keuangan

CeoPer = CEO Perempuan

e = *Standar Error*

Volatilitas harga saham adalah jenis variabel dependen (Y), akan diukur dengan menggunakan metode pada penelitian Baskin (1989). Berikut adalah rumus perhitungannya.

$$\text{PriceVol}_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n \left\{ \frac{(H_i - L_i)}{\left(\frac{H_i + L_i}{2}\right)} \right\}^2}{12}} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

$\text{PriceVol}_{i,t}$ = Volatilitas harga saham tahun ke- i , t

H_i = *High price* bulan ke- i

L_i = *Low price* bulan ke- i

Variabel *independent* (X1) adalah kebijakan dividen, diukur dengan membandingkan dividen yang dibagikan setiap lembarnya (*DPS*) dengan laba per saham (*EPS*), setelahnya dikalikan dengan 100%, rumus tersebut juga digunakan pada penelitian Angelina *et al.* (2023), berikut penulisan rumusnya.

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend Per Share (DPS)}}{\text{Earning Per Share (EPS)}} \times 100\% \dots \dots \dots (4)$$

Variabel *independent* (X2) pada penelitian ini adalah *leverage* keuangan, rumus perhitungannya membagi jumlah total utang dengan ekuitas perusahaan nonfinansial yang terdaftar pada Indeks Kompas100 periode waktu 2018 - 2022. Pengukuran dengan rumus serupa juga digunakan dalam penelitian Bahrin *et al.* (2020). Berikut adalah rumusnya.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\% \dots \dots \dots (5)$$

Variabel moderasi (Z) pada penelitian ini adalah CEO perempuan yang akan diukur dengan membandingkan jumlah seluruh CEO perempuan dengan total seluruh CEO pada perusahaan nonfinansial yang terindeks Kompas100 periode waktu 2018 - 2022. Menurut penelitian Diantini, (2022) CEO perempuan dapat dihitung dengan rumus.

$$\text{CEOper} = \frac{\text{Jumlah CEO perempuan}}{\text{Total CEO Perusahaan}} \times 100\% \dots \dots \dots (6)$$

Populasi penelitian sejumlah 152 perusahaan nonfinansial yang terdaftar pada Indeks Kompas100 periode 2018 hingga 2022. Penentuan sampel dengan *purposive sampling*, yaitu eliminasi populasi berdasarkan ketentuan (kriteria) yang ditentukan maka didapatkan sampel sejumlah 32 perusahaan dengan 105 data observasi bersumber dari laporan tahunan keuangan perusahaan yang dikumpulkan menggunakan metode observasi nonpartisipan. Terlihat pada penyajian Tabel 1 proses kalkulasi sampel yang terindikasi lolos sebagai data.

Tabel 1.
Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan	Jumlah Observasi
Seluruh perusahaan nonfinansial yang terdaftar dalam indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2022	152	760
Perusahaan nonfinansial yang tidak terdaftar dalam indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia berturut-turut pada tahun 2018 – 2022	(100)	(500)
Perusahaan <i>nonfinansial</i> terindeks Kompas100 yang tidak membagikan dividen secara berturut-turut selama periode pengamatan 2018 – 2022	(4)	(20)
Perusahaan yang tidak memiliki data variabel penelitian (kebijakan dividen atau <i>leverage</i> keuangan atau volatilitas harga saham atau CEO Perempuan) selama periode pengamatan 2018 – 2022.	(16)	(117)
Jumlah sampel perusahaan	32	123
<i>Outlier</i>		(18)
Jumlah observasi		105

Sumber: Data diolah, 2023

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam memahami semua variabel secara umum, statistik deskriptif digunakan untuk mengkarakterisasi ciri-ciri sampel penelitian yang telah dikumpulkan. Penjabaran mencakup nilai terendah, tertinggi, *mean* (rata-rata), dan standar deviasinya. Hasil daripada uji deskripsi dapat dilihat pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2.
Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
DPR	105	2.66	99.36	44.76	26.43
DER	105	17.55	481.65	91.16	76.04
CEOper	105	13.86	96.74	46.34	28.50
PV	105	1.33	7.41	3.25	1.11

Sumber: Data diolah, 2024

Secara umum, hasil uji deskriptif yang ditunjukkan oleh Tabel 2, nilai penyimpangan (standar deviasi) setiap variabel lebih rendah daripada nilai rata-rata. Ini menandakan bahwa penyebaran nilai variabel yang digunakan relatif rendah, berarti bahwa jumlah variabel yang digunakan tidak bervariasi. Tabel 2 menunjukkan PV (volatilitas harga saham) mempunyai nilai tertinggi sebesar 7,41% untuk ANTM pada tahun 2020 dan nilai minimum sebesar 1,33% untuk ICBP pada tahun 2022. Sementara itu, PV rata-ratanya adalah 3,25% dengan standar deviasi 1,11%. Perusahaan dengan kode emiten HMSP memiliki nilai kebijakan dividen (*DPR*) tertinggi sebesar 99,36% pada tahun 2019 dan LPKR

dengan kebijakan dividen paling rendah 2,66% pada tahun 2018 dengan rata-rata sebesar 44,76% serta standar deviasi sebesar 26,43 persen. *Leverage* keuangan (*DER*) persentase tertingginya sebesar 481.65 persen yang dimiliki oleh TBIG tahun 2019 dengan nilai terendah diperoleh oleh MNCN tahun 2021 sebesar 17.55%. *Mean* untuk *leverage* sebesar 91.16% dengan standar deviasi sebesar 76.04 persen. Persentase jumlah CEO perempuan (*CEO_{per}*) tertinggi mencapai 96.74% dengan nilai paling rendah sebesar 13.86%, sementara nilai rata-ratanya sebesar 46.34 persen dengan penyimpangan sebesar 28.50.

Tabel 3.
Analisis Regresi Persamaan 1 dan Persamaan 2

Variabel	Model Persamaan 1	Model Persamaan 2
DPR	-0.016***	-0.018
DER	-4.195	-2.399
<i>CEO_{per}</i>	0.003**	0.003
DPR* <i>CEO_{per}</i>	2.300	1.307
DER* <i>CEO_{per}</i>		0.007
F		0.889
<i>Adjusted R</i> ²		3.600E-5
		0.261
		7.026E-6
		0.169
	11.936***	6.461***
	0.174	0.208

****significant at 1%*

***significant at 5%*

**significant at 10%*

Sumber: Data diolah, 2024

Model persamaan 1 yang ditunjukkan pada Tabel 3 merupakan model regresi yang meregresikan *DPR* (kebijakan dividen) dan *DER* (*leverage* keuangan) terhadap *PV* (volatilitas harga saham). Model persamaan 2 adalah regresi model persamaan 1 dengan memasukkan variabel moderasi, yaitu CEO perempuan.

Pengujian dengan uji hipotesis (t) yang disajikan pada Tabel 2 memperlihatkan hasil, yakni kebijakan dividen (koefisien regresi = -0.016) dengan signifikansi $0.00 < 0.01$, artinya hipotesis 1 diterima. *Leverage* keuangan (koefisien regresi = 0.003) dengan taraf signifikansi lebih kecil 5% ($0.023 < 0.05$), artinya hipotesis 2 diterima. Sementara itu, hasil uji t dari korelasi kebijakan dividen dan volatilitas harga saham dipengaruhi (moderasi) CEO perempuan memiliki koefisien regresi sebesar -3.600E-5 dengan signifikansi $0.794 > 0.05$, praduga (hipotesis) 3 ditolak. Hubungan *leverage* keuangan terhadap volatilitas harga saham yang dimoderasi oleh CEO perempuan memiliki koefisien regresi sebesar 7.026E-6 dan perolehan signifikansi $0.866 > 0.05$, hipotesis 4 tidak diterima.

Tabel 3 menunjukkan bahwa temuan uji simultan (uji F) untuk model persamaan 1 mempunyai nilai signifikansi $0,00 < 0,05$. Tingkat signifikansi yang dihasilkan kurang dari taraf signifikansi 5%, menunjukkan bahwa *leverage* keuangan dan kebijakan dividen pada model persamaan 1 secara bersamaan dapat mempengaruhi volatilitas harga saham secara signifikan. Sama halnya juga dengan uji F model persamaan 2 memberikan hasil yang signifikan. Dengan demikian menyimpulkan bahwa kebijakan dividen, *leverage* keuangan, dan interaksi antara faktor-faktor ini dan CEO perempuan semuanya berdampak pada volatilitas harga saham, karena $0,00 < 0,05$ merupakan ambang batas signifikansi yang diperlukan.

Uji R^2 (koefisien determinasi) pada model persamaan 1 Tabel 3 menyajikan nilai *Adjusted R*² 17,4 persen, artinya kebijakan dividen dan *leverage* keuangan mampu menjelaskan 17,4% variasi volatilitas harga saham, sementara 82,6% sisanya dipaparkan oleh faktor diluar variabel yang diteliti.

Sementara itu, model persamaan 2 memiliki nilai *Adjusted R²* sebesar 20,8 persen, artinya kemampuan kebijakan dividen dan *leverage* keuangan yang dimoderasi oleh CEO perempuan dalam menjelaskan variasi volatilitas harga saham adalah sebesar 20,8 persen, sisa 79,2% didefinisikan oleh faktor selain yang diteliti.

Analisis inferensial dengan metode uji asumsi klasik untuk menganalisis ketepatan penggunaan model pada penelitian ini yang dibagi ke dalam beberapa tahapan uji sebagai berikut. Pengujian pertama, Uji normalitas diperoleh 0.096 ($0.096 > 0.05$), artinya data telah terdistribusi normal. Selanjutnya adalah uji multikolinearitas untuk mengetahui variabel bebas yang digunakan tidak mengalami gejala multikolinearitas. Syarat uji multikolinearitas adalah *variance inflation factor (VIF)* < 10 serta *tolerance* > 0.10 . Uji *Glejser* kemudian digunakan untuk memverifikasi bahwa model regresi tidak menunjukkan heteroskedastisitas, karena *Abs_RES1* > 0.05 . Tahapan uji terakhir, yaitu uji autokorelasi menggunakan uji *Durbin-Watson* ditunjukkan bahwa nilai *d-statistic* (1.785) model ada di antara *du* dan *4-du*, dimana nilai $1.731 < 1.785 < 2.269$ maka model bebas gejala autokorelasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen mempunyai hubungan negatif terhadap volatilitas harga saham. Perusahaan yang secara rutin membagikan dividen dalam jumlah besar cenderung memiliki harga saham yang tidak terlalu fluktuatif. Investor akan lebih memilih dividen sebagai keuntungan yang diharapkan karena lebih pasti dan diterima sekarang sesuai dengan teori *Bird in the Hand* (Angelina *et al.*, 2023). Sementara itu, teori sinyal menjelaskan bahwa perusahaan yang secara konsisten meningkatkan pembayarannya merupakan sinyal baik karena perusahaan memiliki stabilitas keuangan dan pertumbuhan yang konsisten sehingga tingkat risiko yang dihadapi investor akan rendah. Hasil temuan konsisten dengan hasil penelitian Anggreraini *et al.* (2023); Juliani, (2021); dan Angelina *et al.* (2023).

Temuan selanjutnya memperoleh hasil mengenai volatilitas harga saham dapat dipengaruhi oleh *leverage* keuangan dengan arah pengaruh positif. Tinggi-rendahnya tingkat utang yang dialami perusahaan berbanding lurus dengan tingkat pergerakan volatilitas harga saham. Tingginya *leverage* keuangan akan semakin meningkatkan pergolakan harga saham perusahaan. Teori sinyal mendukung temuan ini dengan menyatakan bahwa pengungkapan tingkat utang perusahaan dapat menimbulkan reaksi kuat atau lemah dari investor, sehingga menyebabkan fluktuasi harga saham (Amalia, 2018). Besarnya *leverage* keuangan menunjukkan bahwa perusahaan sangat bergantung pada pendanaan dari sumber luar untuk menjalankan operasinya Hasil ini sesuai dengan penelitian Sari & Pangestuti, (2021); Mehmood *et al.* (2019); dan Cahyawati *et al.* (2022).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa interaksi CEO perempuan dengan kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan kebijakan dividen terhadap volatilitas harga saham. Besar kecilnya persentase jumlah CEO perempuan dalam keseluruhan dewan eksekutif perusahaan tidak dapat mempengaruhi tinggi rendahnya pembayaran dividen suatu perusahaan yang akan berdampak pada volatilitas harga saham. Temuan ini didukung oleh penelitian Rose (2007) dan Judge (2003) menyatakan bahwa tidak ada hubungan antara keberagaman gender, yaitu adanya perempuan dalam dewan eksekutif terhadap kinerja keuangan, seperti kebijakan dividen. Ada faktor-faktor lain, seperti permintaan pasar, kondisi ekonomi, dan keadaan pasar yang mempengaruhinya (Nuridawati, 2015).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa interaksi antara *leverage* keuangan dengan CEO tidak mampu memoderasi hubungan *leverage* keuangan terhadap volatilitas harga saham. Persentase jumlah CEO perempuan pada suatu perusahaan tidak dapat menjadi pemoderasi terhadap hubungan tingkat *leverage* keuangan dengan tingkat volatilitas harga saham. Tinggi rendahnya proporsi utang suatu perusahaan tidak ada hubungannya dengan proporsi jumlah perempuan dalam dewan eksekutif. Penelitian ini juga memiliki hasil yang sama dengan penelitian Hayong & Pandin, (2023) dan Ramadhani *et al.* (2017) bahwa keberadaan jumlah perempuan dalam dewan eksekutif tidak mempengaruhi keputusan pendanaan atau utang di perusahaan.

Data mengenai pengaruh kebijakan dividen dan *leverage* keuangan terhadap volatilitas harga saham dikumpulkan dan dianalisis dalam penelitian ini dengan harapan dapat memberikan kontribusi

pada bidang manajemen keuangan. Implikasi praktis pada penelitian ini, perusahaan tetap membayarkan dividen kepada pemegang saham dan mempertahankan besarnya atau meningkatkan jumlah pembayarannya serta perusahaan memperhatikan tingkat pendanaan utangnya agar tidak terlalu tinggi. Output penelitian ini dimaksudkan dapat menjadi bahan olah analisa bagi investor dalam memutuskan investasi sahamnya, dengan memilih emiten saham yang membagikan keuntungan dalam bentuk dividen serta memilih perusahaan yang tingkat pendanaan oleh utang yang rendah.

SIMPULAN DAN SARAN

Merujuk pada hasil analisis yang telah disajikan, peningkatan pembayaran dividen dikaitkan dengan penurunan volatilitas harga saham, sedangkan penurunan pembayaran dividen dikaitkan dengan volatilitas harga saham yang lebih besar, yang membuktikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif untuk volatilitas harga saham. *Leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham, semakin tinggi rasio utang terhadap ekuitasnya maka semakin tinggi pula ketidakstabilan harga sahamnya. Hal sebaliknya juga berlaku: rasio yang rendah dikaitkan dengan volatilitas harga saham yang rendah. Studi ini juga menemukan bahwa persentase CEO perempuan tidak dapat memperlemah *leverage* keuangan terhadap volatilitas harga saham dan tidak dapat memperkuat hubungan kebijakan dividen dengan volatilitas harga saham, sehingga menunjukkan bahwa rasio eksekutif perempuan tidak berpengaruh pada sejauh mana perusahaan bergantung pada utang pembiayaan dan pembayaran dividen.

Keterbatasan penelitian adalah dalam pengumpulan data CEO perempuan yang tetap, tidak berubah seperti data pada kebijakan dividen, *leverage* dan volatilitas harga saham. Masukan sebagai saran dari penelitian ini akan ditujukan kepada peneliti selanjutnya agar menggunakan pemoderasi dengan data yang berubah seperti data pada kebijakan dividen, *leverage* keuangan, dan volatilitas harga saham. Selain itu juga, bagi perusahaan diharapkan untuk membagikan keuntungan dalam bentuk dividen dan memperhatikan tingkat pembiayaan investasi maupun operasional dengan utang. Sementara itu, masukan bagi investor meminimalkan risiko dari investasi yang sebaiknya memilih saham dengan volatilitas rendah.

REFERENSI

- Amalia, D. A. (2018). *Peran Gender CEO Pada Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Risiko Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Islam Indonesia.
- Ananda, A., & Mahdy. (2015). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Volatilitas Harga Saham Pada Perusahaan-Perusahaan Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Program Studi Akuntansi, 1*(1). <https://doi.org/10.31289/jab.v1i1.101>
- Andiani, N. W. S., & Gayatri, G. (2018). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Volatilitas Laba, Dividend Yield, dan Ukuran Perusahaan Pada Volatilitas Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi, 24*(3), 2148–2175. <https://doi.org/10.24843/eja.2018.v24.i03.p19>
- Angelina, C., Eriandani, R., & Rudiawarni, F. A. (2023). Kebijakan Dividen Dan Volatilitas Harga Saham: Periode Sebelum Dan Selama Pandemi Covid-19. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi, 23*(1), 151–168. <https://doi.org/10.25105/mraai.v23i1.15498>
- Artikanaya, I. K. R., & Gayatri, G. (2020). Pengaruh Asset Growth, Leverage, dan Dividend Payout Ratio pada Volatilitas Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana, 30*(5), 1270. <https://doi.org/10.24843/eja.2020.v30.i05.p16>
- Cahyawati, R. P., Miftah, M., Program, S., Manajemen, F., Ekonomi, D., Bisnis, U., Pembangunan, N., Veteran Jakarta, D., & Jakarta, I. (2022). Pengaruh Volatilitas Laba, Kebijakan Dividen, dan Leverage Terhadap Volatilitas Harga Saham IDX30. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan, 10*(3), 541–554. <https://doi.org/10.17509/jrak.v10i3.44213>
- Diantini, N. N. A. (2022). Peran Ceo Perempuan Dalam Keputusan Struktur Modal Dan Optimasi Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana, 11*(7), 1357. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2022.v11.i07.p05>
- Duygun, M., Guney, Y., & Moin, A. (2018). Dividend policy of Indonesian listed firms: The role of families and the state. *Economic Modelling, 75*(0), 336–354. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.07.007>

- Hayong, P., & Pandin, M. (2023). Pengaruh Karakteristik Ceo Terhadap Keputusan Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JRIME: Jurnal Riset Manajemen Dan Ekonomi*, 1(2), 105–124.
- Juliani, M. (2021). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Volatilitas Harga Saham pada Perusahaan Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia. *Global Financial Accounting Journal*, 5(2), 37. <https://doi.org/10.37253/gfa.v5i2.6004>
- Liu, C. (2018). Are women greener? Corporate gender diversity and environmental violations. *Journal of Corporate Finance*, 52(February), 118–142. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.004>
- Mahbubi, J. (2016). Gender CEO Dan Keputusan Keuangan Perusahaan Di Indonesia. *Doctoral Dissertation UNAIR*. <http://repository.unair.ac.id/52808/>
- Mehmood, A., Ullah, M. H., & Ul Sabeeh, N. (2019). Determinants of stock price volatility: Evidence from cement industry. *Accounting*, 5(4), 145–152. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2019.2.002>
- Nuridawati, A. (2015). *Kebijakan Dividen Terhadap Volatilitas Harga Saham*. Universitas Airlangga.
- Primadita, A. V. (2017). Pengaruh Dividend Yield, Dividend Payout Ratio (DPR), dan Earning Volatility Terhadap Volatilitas Harga Saham. *Artikel Ilmiah*. <http://eprints.perbanas.ac.id/5829/>
- Rosyida, H., Firmansyah, A., & Wicaksono, S. B. (2020). Volatilitas Harga Saham: Leverage, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Aset. *JAS (Jurnal Akuntansi Syariah)*, 4(2), 196–208. <https://doi.org/10.46367/jas.v4i2.256>
- Sari, R. Y., & Pangestuti, I. R. D. (2021). Kebijakan Dividen dan Volatilitas Harga Saham (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia). *Diponegoro Journal of Management*, 10(2), 1–11. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/30987>
- Syahfitri, A. R., & Risfandy, T. (2023). Peran Direksi Wanita Dalam Kebijakan Dividen Di Institusi Keuangan Di Indonesia. *Prosiding Simposium Nasional Multidisiplin (SinaMu)*, 4, 213. <https://doi.org/10.31000/sinamu.v4i1.7887>
- Warsito, O. L. D., & Robiyanto, R. (2020). Analisis Volatilitas Cryptocurrency, Emas, Dollar, Dan Indeks Harga Saham (Ihsg). *International Journal of Social Science and Business*, 4(1), 40–46. <https://doi.org/10.23887/ijssb.v4i1.23887>
- Widiantari, N. P. O., & Candradewi, M. R. (2021). Pengaruh Free Cash Flow, Ownership Structure, Growth Opportunity Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 10(6), 560. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2021.v10.i06.p03>
- Yulinda, E., Astuti, T. P., & Haryono, S. T. (2020). Analisis Pengaruh Devidend Payout Ratio, Leverage, Firm Size, Volume Perdagangan, Earning Volatility, Dan Inflasi Terhadap Volatilitas Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Dalam Indeks LQ 45 Tahun 2014. *Syntax Literate; Jurnal Ilmiah Indonesia*, 5(5), 76. <https://doi.org/10.36418/syntax-literate.v5i5.1106>