

Women on Board dan Kebijakan Keuangan Perusahaan: Bukti Empiris terhadap Kebijakan Dividen dan Cash Holdings dalam Two-Tier Board System

Ayesha Shifa Nazira^{1*}, Siti Ridloah²

^{1*,2} Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Semarang, Indonesia

Informasi

Artikel

History of article:

Accepted April 2026

Approved May 2026

Published July 2026

Kata Kunci:

Cash Holdings, Diversitas

Gender, Dewan Direksi

dan Komisaris,

Kebijakan Dividen,

LQ45.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kehadiran perempuan pada dewan direksi dan dewan komisaris terhadap kebijakan dividen dan *cash holdings* pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar dalam indeks LQ45 periode 2020–2024. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari www.idx.co.id dan laporan tahunan perusahaan. Populasi penelitian adalah perusahaan non-keuangan dalam indeks LQ45, dengan sampel 19 perusahaan yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling* selama lima tahun sehingga diperoleh 95 observasi. Metode analisis yang digunakan adalah regresi data panel, dengan *Fixed Effect Model* (FEM) untuk model kebijakan dividen dan *Random Effect Model* (REM) untuk model *cash holdings*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kehadiran perempuan pada dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan kehadiran perempuan pada dewan direksi tidak berpengaruh signifikan. Pada model kepemilikan kas, kehadiran perempuan pada dewan direksi berpengaruh negatif dan signifikan, sementara kehadiran perempuan pada dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan. Kebijakan dividen dipengaruhi oleh kinerja perusahaan dan *leverage*, sedangkan *cash holdings* hanya dipengaruhi oleh kinerja perusahaan.

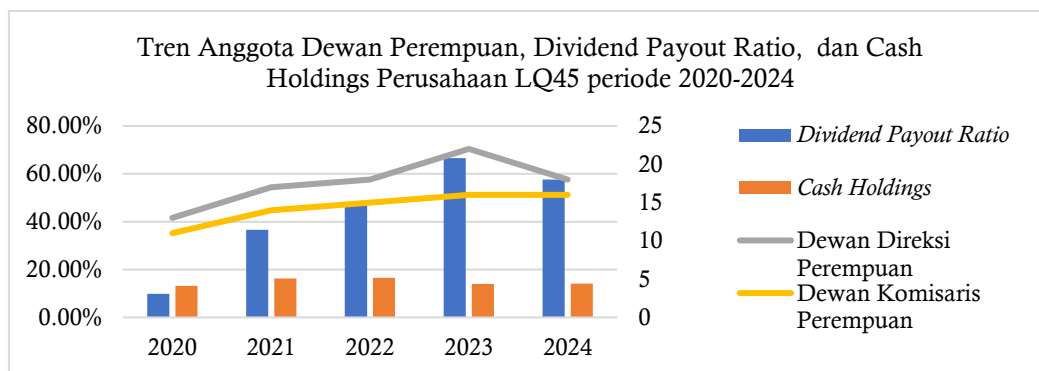
PENDAHULUAN

Perusahaan merupakan entitas ekonomi yang bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham melalui berbagai keputusan strategis dan keuangan (Friedman, 1970). Dalam praktiknya, pengambilan keputusan keuangan tidak selalu bersifat rasional, tetapi juga dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kecenderungan perilaku pengambil keputusan. Berdasarkan *Prospect Theory*, individu cenderung

mengevaluasi keuntungan dan kerugian secara asimetris serta lebih sensitif terhadap potensi kerugian dibandingkan keuntungan yang setara, sehingga mendorong preferensi terhadap keputusan yang lebih konservatif (Kahneman & Tversky, 1979). Dalam konteks perusahaan, hal ini tercermin dalam kebijakan keuangan seperti pembagian dividen dan pengelolaan kas, di mana manajer cenderung memilih strategi yang lebih berhati-hati untuk mengantisipasi ketidakpastian di masa depan.

Salah satu keputusan keuangan penting adalah kebijakan dividen, yaitu keputusan perusahaan dalam mendistribusikan laba kepada pemegang saham atau menahannya sebagai sumber pendanaan internal (Cahyani & Kusmayadi, 2025). Dari perspektif keperilakuan, keputusan dividen tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja perusahaan, tetapi juga oleh preferensi risiko dan tingkat penghindaran kerugian manajer. Di sisi lain, keputusan mengenai tingkat kas perusahaan (*cash holdings*) juga menjadi aspek penting, terutama dalam menghadapi ketidakpastian. Perusahaan cenderung menahan kas sebagai langkah antisipatif terhadap risiko masa depan, meskipun kas yang berlebihan dapat menimbulkan inefisiensi dalam penggunaan sumber daya (Mouline & Sadok, 2021). Dalam konteks ini, keberadaan *free cash flow* dapat meningkatkan potensi penggunaan dana yang kurang efisien oleh manajemen apabila tidak dikelola secara optimal (Martono et al., 2020). Dengan demikian, kebijakan dividen dan *cash holdings* saling berkaitan sebagai bentuk *trade-off* dalam pengalokasian laba perusahaan antara distribusi kepada pemegang saham dan penyimpanan dana untuk menjaga fleksibilitas keuangan.

Dalam perkembangan tata kelola perusahaan modern, keberagaman gender dalam dewan perusahaan menjadi isu yang semakin mendapat perhatian. Direktur perempuan dalam dewan dapat memberikan sinyal positif kepada berbagai kelompok pemangku kepentingan, sehingga meningkatkan citra serta kinerja perusahaan (Fajarwati & Witiastuti, 2022). Selain itu, kehadiran perempuan dalam dewan direksi dan dewan komisaris dapat memperkaya perspektif dalam pengambilan keputusan serta meningkatkan kualitas evaluasi kebijakan perusahaan (Kinasih et al., 2024). Perempuan umumnya dikaitkan dengan tingkat kehati-hatian yang lebih tinggi serta sensitivitas yang lebih besar terhadap risiko dan potensi kerugian, sehingga dapat memengaruhi keputusan keuangan perusahaan, termasuk kebijakan dividen dan pengelolaan kas (Nadia & Hanafi, 2023). Namun demikian, proporsi perempuan dalam dewan perusahaan di Indonesia masih relatif rendah dibandingkan beberapa negara ASEAN lainnya, dengan tingkat tertinggi sekitar 14,9% pada tahun 2019 (International Finance Corporation, 2019).



Gambar 1. Fenomena Gap

Perusahaan non-perbankan yang tergabung dalam indeks LQ45 dikenal memiliki kinerja yang kuat, likuiditas tinggi, serta menjadi perhatian utama investor di pasar modal (Lestari & Rahmanto, 2025). Secara deskriptif, data perusahaan LQ45 menunjukkan dinamika yang menarik antara keberadaan perempuan dalam dewan dan kebijakan keuangan perusahaan. *Dividend Payout Ratio* (DPR) meningkat tajam dari 9,86% pada tahun 2020 menjadi 66,59% pada tahun 2023 sebelum menurun menjadi 57,65% pada tahun 2024, sementara cash holdings relatif stabil pada kisaran 13% hingga 16%. Pada saat yang sama, jumlah perempuan pada dewan direksi meningkat dari 13 orang pada tahun 2020 menjadi 22 orang pada tahun 2023 sebelum menurun menjadi 18 orang pada tahun 2024, sedangkan jumlah perempuan pada dewan komisaris meningkat dari 11 orang pada tahun 2020 menjadi 16 orang pada tahun 2023 dan tetap stabil hingga 2024. Pola ini menunjukkan adanya ketidaksesuaian antara prediksi teoritis dan kondisi empiris, sehingga menimbulkan fenomena *gap* yang menarik untuk diteliti.

Berbagai penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang beragam mengenai pengaruh keberadaan perempuan dalam dewan terhadap kebijakan dividen maupun cash holdings di berbagai negara dan sektor industri. Perbedaan temuan tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara keberagaman gender dan kebijakan keuangan tidak bersifat linear, melainkan dipengaruhi oleh faktor perilaku dan konteks perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh keberadaan perempuan pada dewan direksi dan dewan komisaris terhadap kebijakan dividen dan *cash holdings* pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 selama periode 2020–2024 dengan mempertimbangkan berbagai karakteristik perusahaan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini memiliki kebaruan berupa fokus pada perusahaan LQ45, pemisahan peran perempuan pada direksi dan komisaris, serta penggunaan periode yang mencerminkan kondisi selama dan setelah pandemi COVID-19.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh Kehadiran Dewan Direksi Perempuan terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan perspektif keperilakuan, khususnya *Prospect Theory*, pengambilan keputusan dipengaruhi oleh persepsi individu terhadap risiko dan potensi kerugian (Kahneman & Tversky, 1979). Keberagaman gender pada dewan direksi dapat memengaruhi proses tersebut, di mana perempuan umumnya dikaitkan dengan tingkat kehati-hatian yang lebih tinggi, sensitivitas terhadap risiko, serta kecenderungan untuk menghindari kerugian. Karakteristik ini mendorong perusahaan untuk lebih konservatif dalam mengelola laba, sehingga cenderung mempertahankan kas dibandingkan mendistribusikannya sebagai dividen (Ismail et al., 2022). Sejumlah penelitian empiris juga menunjukkan bahwa keberagaman gender pada dewan berkaitan dengan kebijakan dividen yang lebih konservatif, karena perempuan pada dewan direksi lebih mempertimbangkan stabilitas dan keberlanjutan perusahaan dibandingkan pembayaran dividen (Rifandy et al., 2021; Andre & Marheni, 2023; Nadia & Hanafi, 2023). Berdasarkan landasan tersebut, berikut hipotesis 1 yang diajukan.

H₁: Kehadiran perempuan dalam dewan direksi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Kehadiran Dewan Komisaris Perempuan terhadap Kebijakan Dividen

Prospect Theory menyatakan bahwa pengambilan keputusan dipengaruhi oleh persepsi individu terhadap risiko dan potensi kerugian, sehingga mendorong preferensi terhadap pilihan yang lebih aman (Kahneman & Tversky, 1979). Dalam konteks dewan komisaris, peran pengawasan tercermin dalam bagaimana kebijakan seperti dividen dipertimbangkan secara lebih hati-hati untuk mengurangi ketidakpastian. Kehadiran perempuan pada dewan komisaris diyakini dapat memperkuat fungsi *monitoring* karena cenderung lebih berhati-hati dan berorientasi pada kepentingan pemegang saham. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi perempuan komisaris, semakin besar dorongan bagi perusahaan untuk membagikan dividen guna menjaga kepercayaan investor (Mulchandani et al., 2021; Rifandy et al., 2021; Candy et al., 2024). Oleh karena itu, berikut hipotesis yang diajukan.

H₂: Kehadiran perempuan dalam dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Kehadiran Dewan Direksi Perempuan terhadap Cash Holdings

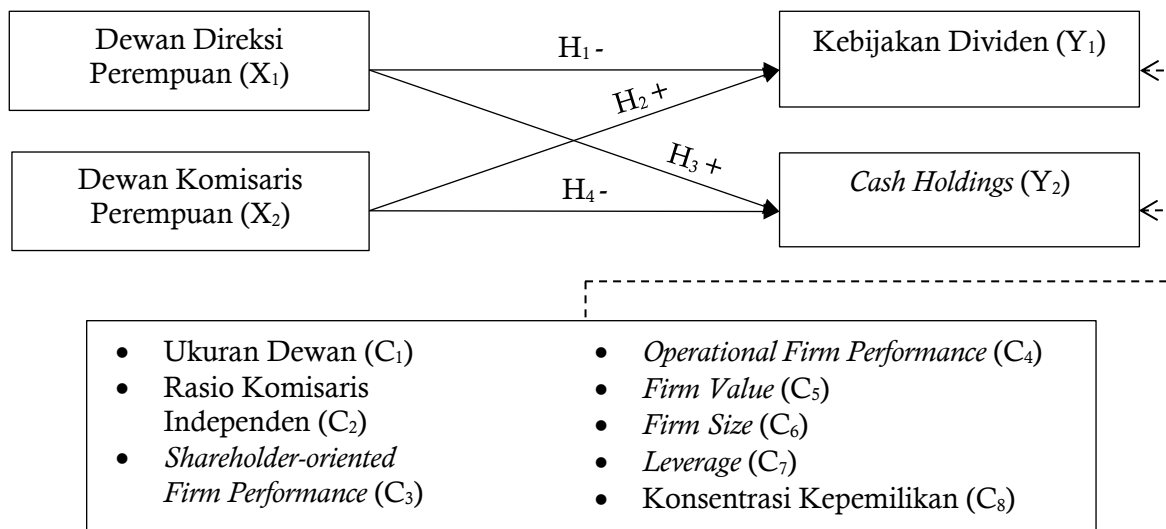
Prospect Theory menjelaskan bahwa individu cenderung memiliki sensitivitas yang lebih tinggi terhadap potensi kerugian dibandingkan keuntungan yang setara. Dalam konteks pengambilan keputusan keuangan, kecenderungan ini dapat memengaruhi preferensi terhadap pilihan yang lebih aman. Kehadiran perempuan pada dewan direksi yang cenderung lebih berhati-hati dan *risk-averse* diperkirakan mendorong perempuan menyimpan kas lebih besar untuk menghadapi ketidakpastian dan kebutuhan investasi (Fleitas-Castillo et al., 2025). Sejumlah penelitian internasional dan di Indonesia juga menemukan bahwa keberadaan perempuan direksi berkorelasi positif dengan perempuan *cash holdings* karena motif kehati-hatian dan stabilitas keuangan (Cambrea et al., 2020; Cheng et al., 2021; Sutrisno et al., 2023). Berlandaskan hal tersebut, berikut hipotesis yang diajukan.

H₃: Kehadiran perempuan dalam dewan direksi berpengaruh positif terhadap cash holdings

Pengaruh Kehadiran Dewan Komisaris Perempuan terhadap Cash Holdings

Berdasarkan *Prospect Theory*, keputusan keuangan dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kecenderungan menghindari kerugian. Dalam konteks dewan komisaris, kehadiran perempuan diyakini mendorong pengambilan keputusan yang lebih hati-hati sehingga dapat membatasi penumpukan kas yang tidak efisien dan mendorong penggunaan dana yang lebih optimal (Fleitas-Castillo et al., 2025). Sejumlah penelitian juga menunjukkan bahwa keberagaman gender pada dewan komisaris berkorelasi negatif dengan *cash holdings*, karena kecenderungan kehati-hatian tersebut (Cambrea et al., 2020; Dwijayanti & Wijaya, 2023). Berdasarkan landasan tersebut, berikut hipotesis yang diajukan.

H₄: Kehadiran perempuan dalam dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*



Gambar 2. Model Penelitian

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis *explanatory research* untuk menguji hubungan kausal antara variabel independen dan variabel dependen melalui pengujian hipotesis. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan dan situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Populasi penelitian adalah perusahaan non-keuangan yang secara berturut-turut termasuk dalam indeks LQ45 selama periode 2020–2024. Sampel dipilih menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria berikut: (1) Perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024; (2) Tidak termasuk dalam sektor keuangan; (3) Terdaftar dalam indeks LQ45 selama periode 2020–2024 berturut turut; (4) Menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 19 perusahaan dengan total 95 observasi selama lima tahun penelitian. Data dikumpulkan melalui metode dokumentasi dan dianalisis menggunakan regresi data panel yang didahului oleh pengujian asumsi klasik serta uji pemilihan model. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) digunakan untuk model kebijakan dividen, sedangkan *Random Effect Model* (REM) digunakan untuk model *cash holdings*. Tabel 1 menunjukkan definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Sumber Data
Independen		
Dewan Direksi Perempuan	Logaritma natural dari total perempuan dalam struktur dewan direksi +1 (Rifandy et al., 2021)	Laporan Tahunan
Dewan Komisaris Perempuan	Logaritma natural dari total perempuan dalam struktur dewan komisaris +1 (Rifandy et al., 2021)	Laporan Tahunan

Dependen		
Kebijakan Dividen	<i>Dividen Payout Ratio</i> (DPR) diperoleh dari <i>dividend per share</i> dibagi dengan <i>price per share</i> (Mulchandani et al., 2021)	IDX
<i>Cash Holdings</i>	Kas dan setara kas dibagi dengan total aset (Nadia & Hanafi, 2023)	IDX
Kontrol		
Ukuran Dewan	Logaritma natural dari total anggota dewan (Nadia & Hanafi, 2023)	Laporan Tahunan
Rasio Komisaris Independen	Jumlah komisaris independen dibandingkan dengan total anggota dewan (Nadia & Hanafi, 2023)	Laporan Tahunan
<i>Shareholder-oriented Firm Performance</i>	<i>Return on Equity</i> (ROE) (Nadia & Hanafi, 2023)	IDX
<i>Operational Firm Performance</i>	<i>Return on Assets</i> (ROA) (Nadia & Hanafi, 2023)	IDX
<i>Firm Value</i>	Tobin's Q diperoleh dari <i>market value</i> dibagi dengan <i>book value</i> (Nadia & Hanafi, 2023)	IDX
<i>Firm Size</i>	Logaritma natural dari total aset (Nadia & Hanafi, 2023)	IDX
<i>Leverage</i>	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) (Nadia & Hanafi, 2023)	IDX
Konsentrasi Kepemilikan	Persentase terbesar dari total saham perusahaan (Nadia & Hanafi, 2023)	Laporan Tahunan

Sumber: Data yang diolah (2026)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang secara berturut-turut tercatat dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Pemilihan objek tersebut didasarkan pada karakteristik perusahaan LQ45 yang umumnya menjadi fokus utama investor serta memiliki eksposur pasar yang tinggi, sehingga setiap keputusan perusahaan terkait kebijakan keuangan seperti kebijakan dividen dan *cash holdings* memiliki implikasi yang lebih kuat terhadap persepsi dan kepercayaan investor (Tambunan, 2025). Selain itu, penelitian Laia & Rangkuti (2024) menunjukkan bahwa perusahaan non-perbankan yang tergabung dalam indeks LQ45 pada periode 2020–2023 telah menerapkan prinsip *Good Corporate Governance* dalam kisaran 75–100%. Sampel penelitian ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu sehingga diperoleh 19 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang dikumpulkan melalui metode dokumentasi dengan menelaah laporan tahunan perusahaan yang tersedia pada situs resmi masing-masing perusahaan serta *Company Fact Sheet* LQ45 yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id)

Analisis Statistik Deskriptif

Melalui analisis deskriptif, nilai-nilai seperti rata-rata (*mean*), nilai minimum, maksimum, serta standar deviasi dari setiap variabel dapat diketahui sehingga membantu memahami sebaran, kecenderungan sentral, dan variasi data (Gravetter & Wallnau, 2021). Dalam penelitian ini, statistik deskriptif disajikan untuk seluruh variabel yang digunakan,

yaitu variabel independen, variabel dependen, serta variabel kontrol, sehingga dapat diketahui karakteristik masing-masing variabel secara jelas. Tabel 2 menunjukkan hasil analisis statistik deskriptif variabel dalam penelitian ini.

Tabel 2. Hasil Analisis Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Standar Deviasi	Frekuensi
Dividend Payout Ratio (DPR)	.401	-10.822	2.885	1.248	95
Cash Holdings	.148	.005	.542	.098	95
Dewan Direksi Perempuan (DDP)	.926	0	6	1.231	95
Dewan Komisaris Perempuan (DKP)	.758	0	4	.953	95
Ukuran Dewan	14.074	9	22	3.105	95
Rasio Komisaris Independen	.434	.286	.833	.128	95
Shareholder-oriented Firm Performance	.104	-.029	.454	.087	95
Operational Firm Performance	.211	-.073	1.567	.305	95
Firm Value	1,736	.651	10.57	1.622	95
Firm Size (total aset dalam jutaan rupiah)	104.204	16.046	472.925	98.494	95
Leverage	1,049	.13	6.47	1.1	95
Konsentrasi Kepemilikan	.558	.102	.85	.153	95

Sumber: *Output Eviews 12* yang diolah (2026)

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan gambaran umum karakteristik data penelitian dari 95 observasi. Variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,401 dengan standar deviasi 1,248, nilai minimum -10,822, dan maksimum 2,885, yang menunjukkan variasi kebijakan dividen yang cukup besar antar perusahaan. *Cash Holdings* memiliki rata-rata 0,148 dengan standar deviasi 0,098 serta nilai minimum 0,005 dan maksimum 0,542, yang mengindikasikan tingkat kas perusahaan relatif stabil. Pada variabel tata kelola, Dewan Direksi Perempuan (DDP) memiliki rata-rata 0,926 dengan standar deviasi 1,231, dengan nilai minimum 0 dan maksimum 6, sedangkan Dewan Komisaris Perempuan (DKP) memiliki rata-rata 0,758 dengan standar deviasi 0,953, menunjukkan bahwa jumlah perempuan dalam dewan masih relatif terbatas. Ukuran Dewan memiliki rata-rata 14,074 dengan standar deviasi 3,105, sementara Rasio Komisaris Independen memiliki rata-rata 0,434 dengan standar deviasi 0,128 yang menunjukkan proporsi komisaris independen yang cukup beragam. Dari sisi kinerja perusahaan, *Shareholder-oriented Firm Performance* (ROE) memiliki rata-rata 0,104 dengan standar deviasi 0,087, sedangkan *Operational Firm Performance* (ROA) memiliki rata-rata 0,211 dengan standar deviasi 0,305. *Firm Value* memiliki rata-rata 1,736 dengan standar deviasi 1,622 yang menunjukkan variasi nilai perusahaan yang cukup besar. *Firm Size* memiliki rata-rata 104,204 dengan standar deviasi 98,494, mengindikasikan perbedaan ukuran perusahaan dalam sampel. *Leverage* memiliki rata-rata 1,049 dengan standar deviasi 1,1, sedangkan

Konsentrasi Kepemilikan memiliki rata-rata 0,558 dengan standar deviasi 0,153. Beberapa variabel seperti DDP, DKP, ukuran dewan, dan *firm size* diterapkan logaritma natural untuk mengurangi disparitas data, meminimalkan potensi heteroskedastisitas, serta meningkatkan kenormalan distribusi untuk dilanjutkan analisis regresi.

Pemilihan Model Estimasi

Untuk menentukan model regresi data panel yang paling tepat, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), atau *Random Effect Model* (REM), diperlukan beberapa pengujian statistik. Pemilihan model dilakukan melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Penelitian ini menggunakan dua variabel dependen, yaitu kebijakan dividen dan *cash holdings*, oleh karena itu pengujian dilakukan secara terpisah guna memperoleh model yang paling sesuai untuk masing-masing variabel. Tabel 3 menunjukkan kriteria dan hasil pengujian dalam pemilihan model.

Tabel 3. Hasil Pengujian Model

Uji	Kriteria	Y ₁ (Kebijakan Dividen)		Y ₂ (Cash Holdings)	
		Prob.	Model Terpilih	Prob.	Model Terpilih
Uji Chow	$P \leq .05 = \text{FEM};$ $P > .05 = \text{CEM}.$	.01	FEM	.00	FEM
Uji Hausman	$P \leq .05 = \text{FEM};$ $P > .05 = \text{REM}.$	.00	FEM	.71	REM
Uji Langrage Multiplier	$P \leq .05 = \text{REM};$ $P > .05 = \text{CEM}.$	-	-	.00	REM

Sumber: Data yang diolah (2026)

Berdasarkan hasil pengujian pemilihan model estimasi data panel, diperoleh bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model yang paling tepat digunakan pada Model 1 dengan variabel dependen kebijakan dividen, sedangkan *Random Effect Model* (REM) merupakan model terbaik untuk Model 2 dengan variabel dependen *cash holdings*. Selanjutnya, pengujian asumsi klasik dilakukan pada Model 1 dan menunjukkan bahwa model tersebut terbebas dari masalah multikolinearitas dan heteroskedastisitas sehingga layak digunakan dalam analisis regresi. Sementara itu, pada Model 2 yang menggunakan pendekatan REM tidak dilakukan uji asumsi karena model *Random Effect* yang diestimasi dengan metode *Generalized Least Squares* (GLS) secara teoritis telah mampu mengatasi permasalahan heteroskedastisitas dan autokorelasi (Basuki & Prawoto, 2021). Dengan demikian, kedua model yang digunakan dalam penelitian ini dinilai telah memenuhi kelayakan untuk dilakukan pengujian hipotesis lebih lanjut.

Uji Ketepatan Model

Hasil uji ketepatan model dilakukan untuk menilai sejauh mana model penelitian mampu menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Pengujian ini meliputi uji simultan (uji F) untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen, serta koefisien

determinasi (R^2) untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen dalam penelitian. Hasil dari kedua pengujian tersebut memberikan gambaran mengenai kelayakan model yang digunakan dalam analisis. Tabel 4 menunjukkan hasil dari pengujian ketepatan model dalam penelitian ini.

Tabel 4. Hasil Uji Koefisien Determinasi dan Uji Simultan

Y₁ (Kebijakan Dividen)		Y₂ (Cash Holdings)	
<i>R-squared</i>	.442683	<i>R-squared</i>	.325735
<i>Adjusted R-squared</i>	.206246	<i>Adjusted R-squared</i>	.245465
<i>F-statistic</i>	1.872306	<i>F-statistic</i>	4.058004
<i>Prob(F-statistic)</i>	.019282	<i>Prob(F-statistic)</i>	.000145

Sumber: *Output Eviews 12* yang diolah (2026)

Berdasarkan hasil pengujian Model 1, nilai *Adjusted R²* sebesar 0,206246 menunjukkan bahwa variabel independen dalam model mampu menjelaskan sekitar 20,62% variasi *Dividend Payout Ratio* (DPR), sedangkan sisanya sebesar 79,38% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Nilai R^2 sebesar 0,442683 juga mengindikasikan bahwa kemampuan model dalam menjelaskan kebijakan dividen perusahaan masih relatif terbatas. Sementara itu, hasil uji simultan (uji F) menunjukkan nilai *F-statistic* sebesar 1,872306 dengan probabilitas 0,01282 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen dan variabel kontrol secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio*.

Hasil pengujian Model 2 menyatakan bahwa nilai *Adjusted R²* sebesar 0,245465 menunjukkan bahwa variabel independen dalam model mampu menjelaskan sekitar 24,55% variasi *cash holdings*, sedangkan sisanya sebesar 75,45% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Nilai R^2 sebesar 0,325735 menunjukkan tingkat kelayakan model secara keseluruhan yang cukup memadai, sehingga variabel yang digunakan memiliki kontribusi dalam menjelaskan variasi *cash holdings* perusahaan. Selain itu, hasil uji simultan (uji F) menunjukkan nilai *F-statistic* sebesar 4,058004 dengan probabilitas 0,000145 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen dan variabel kontrol secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *cash holdings* perusahaan.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis pada penelitian ini dilakukan menggunakan analisis regresi data panel berdasarkan model terbaik yang telah ditentukan sebelumnya. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen pada masing-masing model penelitian, yaitu kebijakan dividen dan *cash holdings*, dengan mempertimbangkan variabel kontrol yang digunakan dalam model. Interpretasi hasil pengujian didasarkan pada nilai koefisien regresi dan tingkat signifikansi masing-masing variabel. Tabel 5 menunjukkan hasil analisis regresi dari kedua model dalam penelitian ini.

Tabel 5. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Y ₁ (Kebijakan Dividen)			Y ₂ (Cash Holdings)		
	B	t-hitung	Sig.	B	t-hitung	Sig.
Dewan Direksi Perempuan	.3892	.8093	.4212	-.0337	-1.9909	.0497
Dewan Komisaris Perempuan	2.4376	3.1642	.0024	.0285	1.2468	.2159
Ukuran Dewan	.7256	.3794	.7056	.0592	1.0969	.2758
Rasio Komisaris Independen	1.9446	.9802	.3306	-.0339	-.4595	.6471
<i>Shareholder-oriented Firm Performance</i>	10.4218	2.6403	.0103	.0065	.0712	.9434
<i>Operational Firm Performance</i>	-12.3186	-2.0893	.0405	.4390	2.6028	.0109
<i>Firm Value</i>	-.1240	-.6171	.5392	-.0095	-1.4278	.1571
<i>Firm Size</i>	-1.3460	-1.5531	.1252	-.0045	-.2601	.7954
<i>Leverage</i>	-1.1568	-2.4625	.0164	-.0210	-1.4652	.1466
Konsentrasi Kepemilikan	16.3315	1.5969	.1151	-.0128	-.1231	.9023

Sumber: *Output Eviews 12* yang diolah (2026)

Pengaruh Kehadiran Dewan Direksi Perempuan terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji regresi menunjukkan bahwa variabel Dewan Direksi Perempuan (DDP) memiliki koefisien 0,38924 dengan nilai probabilitas 0,4212 ($> 0,05$), sehingga keberadaan perempuan pada dewan direksi berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), sehingga hipotesis ditolak. Dalam perspektif *Prospect Theory*, keputusan dividen dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kecenderungan menghindari kerugian. Secara teoritis, perempuan dalam dewan diasumsikan lebih berhati-hati dan cenderung mempertahankan likuiditas sehingga pembayaran dividen menjadi lebih rendah. Namun, hasil empiris penelitian ini menunjukkan bahwa preferensi tersebut tidak secara langsung tercermin dalam kebijakan dividen. Pada perusahaan LQ45 yang umumnya memiliki tata kelola kuat, struktur keputusan yang kolektif, dan tekanan reputasi pasar yang tinggi, kebijakan dividen lebih banyak ditentukan oleh strategi perusahaan jangka panjang daripada preferensi individu anggota dewan. Temuan ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa keberadaan perempuan dalam dewan tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (Fitria & Sholichah, 2023; Maulina & Isbanah, 2025).

Pengaruh Kehadiran Dewan Komisaris Perempuan terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji regresi menunjukkan bahwa variabel Dewan Komisaris Perempuan (DKP) memiliki koefisien 2,437582 dengan nilai probabilitas 0,0024 ($< 0,05$), sehingga keberadaan perempuan pada dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Dengan demikian, hipotesis kedua diterima. Berdasarkan *Prospect Theory*, pengambilan keputusan dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kecenderungan menghindari kerugian. Dalam konteks dewan komisaris, kehadiran perempuan dapat memperkuat pertimbangan yang lebih hati-hati dan sensitif terhadap risiko. Pada perusahaan LQ45 yang memiliki eksposur pasar tinggi dan tekanan reputasi yang kuat, kondisi ini mendorong pengambilan keputusan yang lebih akuntabel, termasuk kecenderungan untuk membagikan dividen guna menjaga kepercayaan investor dan stabilitas perusahaan. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang

menunjukkan bahwa perempuan pada dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Fauziah & Probodhono, 2018; Ye et al., 2019; Elamer & Utham, 2024).

Pengaruh Kehadiran Dewan Direksi Perempuan terhadap *Cash Holdings*

Hasil uji regresi menunjukkan bahwa variabel Dewan Direksi Perempuan (DDP) memiliki koefisien $-0,0337$ dengan nilai probabilitas $0,0497 (< 0,05)$, dapat diinterpretasikan bahwa keberadaan perempuan pada dewan direksi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holdings* sehingga hipotesis 3 ditolak. Berdasarkan *Prospect Theory*, keputusan keuangan dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kecenderungan menghindari kerugian. Secara teoritis, perempuan dalam struktur manajemen diperkirakan lebih berhati-hati sehingga mendorong perusahaan menjaga cadangan kas sebagai bentuk antisipasi risiko. Namun, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan representasi perempuan justru diikuti oleh penurunan *cash holdings*, yang mengindikasikan pengelolaan kas yang lebih efisien dan disiplin, bukan penumpukan kas. Pada perusahaan dengan akses pendanaan yang baik dan tekanan pasar yang tinggi, keberagaman gender pada dewan dapat mendorong optimalisasi pengelolaan keuangan serta mengurangi kas berlebih yang tidak produktif. Temuan ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa keberadaan perempuan dalam dewan berkaitan dengan praktik manajemen kas yang lebih efisien (Atif et al., 2019; Ismail et al., 2022).

Pengaruh Kehadiran Dewan Komisaris Perempuan terhadap *Cash Holdings*

Hasil uji regresi menunjukkan bahwa variabel Dewan Komisaris Perempuan (DKP) memiliki koefisien $0,028532$ dengan nilai probabilitas $0,2159 (> 0,05)$, sehingga keberadaan perempuan pada dewan komisaris berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *cash holdings* perusahaan. Dengan demikian, hipotesis keempat yang menyatakan adanya pengaruh negatif signifikan dinyatakan ditolak. Berdasarkan *Prospect Theory*, keputusan keuangan dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kecenderungan menghindari kerugian. Kehadiran perempuan pada dewan komisaris secara teoritis diasosiasikan dengan sikap lebih berhati-hati dan sensitif terhadap risiko, sehingga berpotensi mendorong pengelolaan kas yang lebih efisien. Namun, hasil empiris menunjukkan bahwa pengaruh tersebut belum tercermin secara signifikan dalam kebijakan *cash holdings*. Pada perusahaan dengan tata kelola yang relatif baik dan pengawasan eksternal yang kuat, keputusan mengenai tingkat kas tidak hanya dipengaruhi oleh keberagaman gender dalam dewan pengawas. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh perempuan pada dewan komisaris terhadap *cash holdings* dipengaruhi faktor lain seperti kebutuhan operasional dan strategi investasi perusahaan, sejalan dengan penelitian sebelumnya (Alves et al., 2022; Han & Wang, 2023).

Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Kebijakan Dividen

Variabel kontrol kinerja perusahaan berbasis pemegang saham (*shareholder-oriented firm performance*) yang diukur dengan *Return on Equity* (ROE) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien $10,42184$ dan nilai signifikansi $0,0103$. Sebaliknya, *operational firm performance* yang diukur dengan *Return on Asset* (ROA) dan *leverage* yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan dividen, masing-masing dengan koefisien $-12,3186$ (sig. $0,0405$) dan $-1,15679$ (sig. $0,0164$). Sementara itu, ukuran dewan, rasio komisaris

independen, *firm value*, *firm size*, dan konsentrasi kepemilikan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Variabel Kontrol terhadap *Cash Holdings*

Variabel kontrol *operational firm performance* yang diukur dengan *Return on Asset* (ROA) terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holdings* dengan nilai signifikansi 0,0109. Sementara itu, ukuran dewan, rasio komisaris independen, *return on equity*, *firm value*, *firm size*, *leverage*, dan konsentrasi kepemilikan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *cash holdings* yang dimiliki perusahaan.

KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Berdasarkan hasil analisis regresi data panel pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024, penelitian ini menunjukkan bahwa keberadaan perempuan dalam dewan direksi dan komisaris perusahaan memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kebijakan dividen dan *cash holdings*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keberadaan perempuan pada dewan direksi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan perempuan pada dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya, keberadaan perempuan pada dewan direksi berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*, sementara perempuan pada dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*. Sementara itu, pengujian pada variabel kontrol menunjukkan bahwa *shareholder-oriented firm performance* (ROE) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan *operational firm performance* (ROA) dan *leverage* berpengaruh negatif signifikan. Adapun ukuran dewan, rasio komisaris independen, nilai perusahaan, ukuran perusahaan, dan konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh. Pada model *cash holdings*, hanya *operational firm performance* (ROA) yang berpengaruh positif signifikan, sementara variabel kontrol lainnya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu pengukuran keberagaman gender hanya didasarkan pada jumlah perempuan pada dewan direksi dan dewan komisaris sehingga belum sepenuhnya mencerminkan kualitas peran, pengalaman, maupun pengaruh perempuan dalam proses pengambilan keputusan perusahaan. Kedua, nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa masih terdapat faktor lain di luar model penelitian yang berpotensi memengaruhi kebijakan dividen dan *cash holdings* perusahaan, sehingga hasil penelitian ini perlu diinterpretasikan dengan mempertimbangkan keterbatasan tersebut. Berdasarkan hal itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas kriteria sampel atau menggunakan indeks perusahaan lain agar hasil penelitian menjadi lebih komprehensif serta memungkinkan perbandingan yang lebih luas. Selain itu, penelitian mendatang juga dapat mempertimbangkan penambahan proksi lain untuk mengukur keberagaman gender, variabel tata kelola perusahaan, serta karakteristik perusahaan lainnya di luar model penelitian ini, sehingga mampu memberikan pemahaman yang lebih menyeluruh dalam menjelaskan kebijakan dividen dan *cash holdings*.

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur kehadiran Allah SWT. yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan artikel berjudul “*Women on Board dan Kebijakan Keuangan Perusahaan: Bukti Empiris dari Kebijakan Dividen dan Cash Holdings dalam Two-Tier Board System*”. Penyusunan artikel ini tidak terlepas dari dukungan, arahan, dan bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan penuh rasa hormat penulis menyampaikan terima kasih kepada Ibu Siti Ridloah, S.E., M.Mgmt. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan, saran, serta motivasi selama proses penelitian ini, serta kepada semua pihak yang turut membantu hingga penelitian ini dapat diselesaikan dengan baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Alves, D., Alves, P., Carvalho, L., & Pais, C. (2022). The Journal of Economic Asymmetries Cash holdings: International evidence. *The Journal of Economic Asymmetries*, 26(February 2021), e00273. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00273>
- Atif, M., Liu, B., & Huang, A. (2019). Does Board Gender Diversity Affect Corporate Cash Holdings? *Journal of Business Finance & Accounting*, 46–78. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12397>.This
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2021). *Analisis Data Panel : Dalam Penelitian ekonomi dan Bisnis* (Depok). Rajawali Pers.
- Cahyani, L. S., & Kusmayadi, I. (2025). The Effect of Good Corporate Governance (GCG) and Dividend Policy on the Value of Non-Financial Companies Listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) for the Period 2019-2023. *East Asian Journal of Multidisciplinary Research*, 4(8), 4195–4206. <https://doi.org/10.55927/eajmr.v4i8.316>
- Cambrea, D. R., Tenuta, P., & Vastola, V. (2020). Female Directors and Corporate Cash Holdings: Monitoring vs Executive Roles. *Management Decision*, 58(2), 295–312. <https://doi.org/10.1108/MD-11-2018-1289>
- Candy, C., Alex, A., & Marheni, D. K. (2024). Board Gender Diversity, Dividend Payout, and Firm Value: Study on IDX High Dividend 20. *Manajemen Dan Bisnis*, 23(2), 336. <https://doi.org/10.24123/mabis.v23i2.799>
- Cheng, G., Wang, L., & Xiang, B. (2021). Board Gender Diversity and Corporate Cash Holdings: Evidence from China. *Proceedings of the 2021 3rd International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2021)*, 203(Icemci), 2461–2469. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.211209.401>
- Dwijayanti, S. P. F., & Wijaya, H. (2023). Gender Diversity and Cash Holdings in Indonesia Non-Financial Firms. *Studi Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 6(2), 133. <https://doi.org/10.21632/saki.6.2.133-146>
- Elamer, A. A., & Utham, V. (2024). Cash is Queen? Impact of Gender-diverse Boards on Firms' Cash Holdings During COVID-19. *International Review of Financial Analysis*, 95(PB), 103490. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103490>
- Fajarwati, E., & Witiastuti, R. S. (2022). Board of Directors Structure and Firm Performance: Evidence From Indonesia. *Management Analysis Journal*, 11(1), 8–21.
- Fauziah, E. I., & Probohudono, A. N. (2018). Direksi Dan Dewan Komisaris: Pengaruh Dewan Wanita Terhadap Kebijakan Dividen di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 18(1), 61–73.
- Fitria, C. N., & Sholichah, M. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Gender Diversity Dewan Komisaris dan Dewan Direksi Terhadap Kebijakan Dividen. *Journal of Culture*

- Accounting and Auditing*, 2(2), 23. <https://doi.org/10.30587/jcaa.v2i2.6819>
- Fleitas-Castillo, G. del C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2025). Board Gender Diversity and Cash Holding: the Effect of Family Ties. In *Review of Managerial Science* (Vol. 19, Issue 4). Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/s11846-024-00788-4>
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, 31–35. https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14
- Gravetter, F. J., & Wallnau, L. B. (2021). *Statistics for Behavioral Sciences* (10th ed.). Cengage Learning.
- H, A. S., & Marheni, D. K. (2023). The Effect of Gender Diversity of the Board of Directors and Board of Commissioners on Dividend Payment Policy. *Jesya: Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 8(1), 658–671. <https://doi.org/10.36778/jesya.v8i1.1955>
- Han, H., & Wang, X. (2023). Monetary policy uncertainty and corporate cash holdings : Evidence from. *Journal of Financial Stability*, 67(May), 101138. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2023.101138>
- International Finance Corporation (IFC). (2019). *Board Gender Diversity in ASEAN*.
- Ismail, W. A. W., Kamarudin, K. A., Gupta, N., & Harymawan, I. (2022). Gender Diversity in the Boardroom and Corporate Cash Holdings: The Moderating Effect of Investor Protection. *Risks*, 10(3), 1–18. <https://doi.org/10.3390/risks10030060>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292.
- Kinasih, D. D., Nurmasari, N. D., & Prayogi, J. (2024). Impact of Board Gender Diversity and Derivatives Use on Firm Risk. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 26(3), 283–293. <https://doi.org/10.14414/jebav.v26i3.3569>
- Laia, P. S. Y., & Rangkuti, M. M. (2024). Implementasi Sustainability Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Lq45 Non Perbankan. *YUME : Journal of Management*, 7(3), 1390–1398.
- Lestari, S., & Rahmanto, B. T. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Solvabilitas, dan Likuiditas, terhadap Harga Saham pada Perusahaan yang Terdaftar di Indeks LQ45. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Perpajakan Dan Tata Kelola Perusahaan*, 3(1), 41–48.
- Martono, S., Yulianto, A., Witiastuti, R. S., & Wijaya, A. P. (2020). The Role of Institutional Ownership and Industry Characteristics on the Propensity to Pay Dividend : An Insight from Company Open Innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(74), 1–16.
- Maulina, S., & Isbanah, Y. (2025). The Effect of Foreign Ownership, Female Board Director, Independent Board of Commissioners, Capital Structure, and Investment Opportunity on Dividend Policy in Companies in the Basic Materials Sector on the Indonesia Stock Exchange for the 2020-2023 Perio. *Indonesian Journal of Banking and Financial Technology*, 3(3), 191–206. <https://doi.org/10.55927/fintech.v3i3.95>
- Mouline, B., & Sadok, H. (2021). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts: Evidence from Moroccan Developing Market. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(1), 24–32. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2021.090103>
- Mulchandani, K., Mulchandani, K., & Jasrotia, S. S. (2021). Does Gender Diversity on Firm's Board Affect Dividend Payouts? Evidence from India. *Future Business Journal*, 7(1), 1–11. <https://doi.org/10.1186/s43093-021-00070-z>
- Nadia, L. P., & Hanafi, M. M. (2023). Do Women Board Members Affect Dividend Policy and Cash Holdings? Evidence from ASEAN Emerging Economies. *Corporate Governance (Bingley)*, 23(4), 705–722. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2022-0011>
- Rifandy, T., Radika, T., & Wardhana, L. I. (2021). Women in a Dual Board System and Dividend Policy. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 24(14), 129–150.
- Sutrisno, B., Jaharuddin, J., Gani, N. A., Maulianza, M., & Sriminarti, N. (2023). The Nexus Between Female Directors and Corporate Cash Holdings: Evidence from Indonesia.

- Investment Management and Financial Innovations*, 20(4), 147–155.
[https://doi.org/10.21511/imfi.20\(4\).2023.13](https://doi.org/10.21511/imfi.20(4).2023.13)
- Tambunan, R. (2025). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan LQ-45 Tahun 2023-2024. *Media Akuntansi Perpajakan*, 10(1), 144–151.
- Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S. H., & Chen, X. (2019). Does Board Gender Diversity Increase Dividend Payouts? Analysis of Global Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 58(January 2018), 1–26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.002>