

Pengaruh Modal Intelektual, Direksi Wanita, dan Jajaran Direksi Independen Terhadap Biaya Modal Pada Perusahaan Pariwisata di Indonesia

Saarce Elsy Hatane^{1*}, Jane Jacinda Maitri Firman¹, Josephine Bianca

Indrawila¹

¹Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

*Corresponding author; Email: ¹saarcehat@petra.ac.id

ABSTRACT

This research intended to explain the effect of intellectual capital disclosure, independent board, and woman on board on the cost of capital in the Indonesian tourism industry. The research samples were 31 Indonesian tourism industries listed on Indonesia Stock Exchange from 2015 until 2019. This research used ordinary least squares panel data analysis. The main finding of this research was that there are positive influences of intellectual capital disclosure, and women on board on the weighted average cost of capital. On the other hand, independent boards negatively impact the weighted average cost of capital. However, none of the three independent variables has a significant effect.

Keywords: intellectual capital disclosure, independent board, woman on board, cost of capital, weighted cost of capital, Indonesia tourism

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan pengaruh pengungkapan modal intelektual, dewan independen, dan jumlah direksi wanita terhadap biaya modal di industri pariwisata Indonesia. Penelitian ini menggunakan 31 industri pariwisata Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar di Bursa Singapura sepanjang tahun 2015-2019. Penelitian ini menggunakan analisis data panel OLS. Penelitian ini menemukan bahwa terdapat pengaruh positif antara pengungkapan modal intelektual dan jumlah direksi wanita terhadap biaya modal rata-rata tertimbang. Di sisi lain, penelitian ini juga menemukan adanya pengaruh negatif antara dewan independen terhadap biaya modal rata-rata tertimbang. Namun, tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari ketiga variabel independen tersebut.

Kata Kunci : pengungkapan modal intelektual, dewan independen, direksi wanita, biaya modal, biaya modal rata-rata tertimbang, pariwisata Indonesia

PENDAHULUAN

Pertumbuhan kompetisi dan daya saing di dunia ekonomi semakin lama semakin tinggi serta perubahan yang sangat cepat dan dinamis mulai mengarah pada *knowledge-based economies* telah sangat mengubah lingkungan manajemen dalam suatu perusahaan untuk melakukan peningkatan,

tidak hanya pada aset berwujud tetapi juga pada aset yang tidak berwujud. Manajemen yang efektif dalam suatu perusahaan, yang mana akan disebut sebagai intellectual capital, merupakan suatu hal yang penting untuk menunjukkan nilai dari perusahaan yang berguna untuk pemegang kepentingan [37].

Laporan keuangan merupakan salah satu komponen penting dan mendasar yang dibuat oleh perusahaan sebagai alat untuk

pembuatan keputusan bagi pemegang saham dan pemangku kepentingan. Bukti menunjukkan bahwa keputusan untuk berinvestasi dibuat karena adanya informasi penting yang terdapat di dalam laporan keuangan seperti analisa berbagai kemungkinan yang akan terjadi di masa depan, dan bahkan pengungkapan kecerdasan kapital perusahaan. Laporan yang dibuat secara terintegrasi adalah laporan yang sudah sejak dulu diakui sebagai alat yang berguna untuk menghubungkan antara pengungkapan tiga komponen Intellectual Capital [14]. Intellectual Capital Disclosure (ICD) dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya seperti ukuran perusahaan, pangsa pasar, informasi asimetri, profitabilitas, dan leverage [28]. Peningkatan pengungkapan IC dalam laporan keuangan karena maraknya peningkatan kejahatan finansial, sehingga dengan adanya peningkatan pengungkapan IC akan berdampak baik bagi perusahaan yaitu transparansi laporan keuangan yang terus meningkat dan informasi asimetri yang semakin menurun [41].

Perdebatan dan penelitian mengenai peran dari keberagaman jenis kelamin dalam suatu jajaran dewan masih terus diperbincangkan. Banyak penelitian telah meneliti tentang peran gender dalam suatu direksi perusahaan, direksi wanita diklaim dapat memperkuat efektivitas dan kinerja perusahaan [19]. Beberapa penelitian lain mengatakan bahwa menunjuk seorang wanita untuk menjadi top manajemen telah menjadi fokus untuk menarik perhatian para stakeholder pada suatu perusahaan. Hal ini disebabkan karena persepsi global mengenai wanita berada di posisi top manajemen masih sangat terbatas [9].

Jajaran Independen dapat dikatakan sebagai pengawas perusahaan yang adil dan tepat untuk membuat perusahaan menjadi lebih diandalkan, serta meningkatkan performa dan nilai perusahaan. Selain itu, jajaran independen juga dapat menjadi pihak yang dapat mengurangi informasi asimetri di dalam perusahaan [16].

Penelitian ini menggunakan 3 (tiga) variabel tersebut, karena peneliti melihat ada banyak penelitian lain yang masih memperdebatkan pengaruh hubungan tiap variabel tersebut. Penelitian ini hanya

menggunakan sampel dari perusahaan pariwisata di Indonesia, dikarenakan peneliti ingin mengetahui hubungan pengaruh setiap variabel di perusahaan pariwisata di Indonesia sebelum virus *covid-19* datang ke Indonesia. Peneliti merasa bahwa pariwisata merupakan salah satu sektor yang mengalami kerugian yang cukup besar akibat virus *covid-19*, terbukti dalam Badan Pusat Statistik adanya penurunan jumlah pengunjung yang cukup signifikan di Indonesia, dengan jumlah 4,02 juta pengunjung, mengalami penurunan sebesar 75,03% sejak tahun 2019 [7]. Sebelum adanya pandemi covid-19 di Indonesia, sektor pariwisata selalu mencetak puluhan ribu pengunjung wisatawan per bulan, namun sejak munculnya pandemi covid-19, pariwisata Indonesia hanya mampu mencetak angka tidak lebih dari seribu pengunjung terbukti dalam laporan Badan Pusat Statistik [6].

Landasan Teori

Agency Theory

Agency Theory menjelaskan mengenai hubungan antara para pemegang saham dan para manajer saat pemegang saham telah memberikan wewenang kepada manajer untuk mengambil keputusan dan bersikap independen. Kepemilikan dan kontrol manajemen yang dibedakan dapat menyebabkan masalah agensi yang juga dapat mengakibatkan kenaikan biaya agensi yang disebabkan oleh informasi asimetri antara pemegang saham dan manajer [45]. Agency Theory mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki good corporate governance akan memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan, yang juga akan meningkatkan efektifitas kinerja board [32]. Berbagai penelitian juga menemukan bahwa agency theory dalam pengungkapan IC perusahaan dapat mengalokasikan sumber daya secara adil dan mengurangi kesalahan dalam menentukan harga [26].

Information Asymmetry

Perbedaan informasi yang disajikan oleh perusahaan dalam laporan keuangan dapat menyebabkan berkurangnya kepercayaan para investor, atau bahkan dapat meningkatkan ekspektasi investor terhadap return yang akan didapatkannya dari perusahaan tersebut. Informasi asimetri dapat

diatasi dengan cara melakukan pengungkapan informasi asimetri secara sukarela, dan akan berdampak pada berkurangnya *cost of capital* pada perusahaan. Dengan kata lain, informasi asimetri adalah jembatan antara *cost of capital* dengan pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan [14]. Sebuah peneliti menemukan bahwa perusahaan yang cenderung memiliki informasi asimetri yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan atau investasi keuangan perusahaan. Namun, hutang yang digunakan bukanlah hutang jangka panjang. Sementara itu, pengujian yang dilakukan oleh peneliti ini jarang sekali ditemukan di negara yang menetapkan pengungkapan perusahaan sebagai peraturan yang wajib diterapkan oleh perusahaan [67]; [46].

Corporate Governance

Perbincangan mengenai struktur *corporate governance* mulai diperbincangkan pada awal tahun 1990, di Amerika Serikat, Inggris, dan Kanada yang disebabkan oleh permasalahan-permasalahan yang muncul ketidakefektifan performa jajaran direktur di perusahaan-perusahaan besar. *Corporate Governance* memegang peranan penting dalam menurunkan tantangan yang akan dihadapi oleh suatu perusahaan dan dapat meningkatkan persepsi investor terhadap citra perusahaan [44]. *Corporate Governance* meliputi ukuran board, independent board, board meetings, kepemilikan, ukuran audit dan audit meeting [14]. Akhir-akhir ini, *Corporate Governance* telah menjadi salah satu faktor utama untuk mengurangi adanya risiko yang timbul dari pengamatan manajemen. Perusahaan yang melakukan pengungkapan yang real terjadi dan tidak berfokus pada pengamatan manajemen adalah perusahaan yang telah menerapkan *corporate governance* dengan baik [41]. Penemuan yang ditemukan oleh Salehi *et al.*, juga menyebutkan bahwa mayoritas perusahaan yang menerapkan *corporate governance* secara kuat, yang diiringi dengan berkurangnya informasi asimetri dan konflik antar agensi dapat meningkatkan kualitas dari laporan keuangan yang disajikan [48].

Intellectual Capital

Intellectual Capital (IC) merupakan informasi dan pengetahuan dalam perusahaan yang menjadi basis persaingan yang dapat mempengaruhi pengembangan daya tahan dan keunggulan perusahaan [3], aset untuk keberhasilan dan keberlanjutan organisasi dalam layanan dan sektor manufaktur [35], dan *hidden asset* atau aset perusahaan yang tersembunyi yang tidak dapat dicantumkan dalam laporan keuangan [62]. Berdasarkan OECD, para peneliti mengidentifikasi tiga konstruksi utama *intellectual capital disclosure* (pengungkapan modal intelektual) yaitu *human capital* (modal manusia), *structural capital* (modal struktural) dan *relational capital* (modal relasional) [12]. Berdasarkan 21,335 data perusahaan Italia selama periode 2008-2017, ditemukan bahwa *intellectual capital* yang tinggi lebih menguntungkan dan berisiko sehingga perusahaan menggunakan lebih sedikit hutang [15]. Meningkatnya *intellectual capital* dalam nilai perusahaan akan berdampak pada pasar modal, pengungkapan perusahaan dan manajemen keuangan perusahaan yang berkontribusi untuk meningkatkan asimetri informasi antara perusahaan dan investor ekuitas. Sebagai aset tidak berwujud, *intellectual capital* sangat berbeda dengan aset fisik sehingga cukup sulit untuk diukur, diidentifikasi, dan dikategorikan, maka dalam hal ini *intellectual capital* dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan [12].

Human capital adalah pengungkapan mengenai profesionalisme, pengalaman, pengetahuan dan inovasi yang dimiliki oleh karyawan, modal ini melekat pada manusia dan tidak bisa dimiliki oleh organisasi, *human capital* menggabungkan kemampuan manusia untuk memecahkan masalah bisnis [51] *Human capital* merupakan komponen terpenting dalam *intellectual capital*, sebagai penentu kinerja perusahaan dan ekonomi, *human capital* juga merupakan penentu utama dari dimensi *intellectual capital* lainnya [21]. *Structural capital* adalah pengungkapan struktur perusahaan guna mengembangkan kemampuan karyawan agar dapat menjadi lebih produktif, inovatif, dan efektif dalam bekerja, modal ini juga merupakan salah satu komponen utama yang memberikan keuntungan yang besar dalam suatu

perusahaan tetapi juga membutuhkan perhatian yang besar oleh manajer [12]. Structural capital juga dapat menyediakan mekanisme dan arsitektur organisasi untuk menciptakan, memperoleh, memanfaatkan pengetahuan dan inovasi kegiatan usaha [39]. *Relational capital* adalah hasil dari kegiatan sumber daya manusia yang membangun dan mengelola hubungan perusahaan dengan lingkungan eksternal seperti kepada *supplier*, *customer*, *partner*, maupun *government* [40]. Berdasarkan koneksi organisasi dan jaringan dengan lingkungan eksternal, *relational capital* mampu membantu dalam meningkatkan intelektual dan aset fisik menjadi kinerja organisasi yang unggul, dan mampu meningkatkan kelayakan aset *intellectual capital* dan memastikan perolehan nilai di pasar [18].

Independent Board

Direksi memegang peran penting dalam kinerja perusahaan, sehingga untuk memantau dan mendisiplinkan manajer secara adil, dewan harus memiliki anggota yang berasal dari luar perusahaan, *independent board*, jumlah *independent board* dapat meningkatkan akuntansi, kinerja pasar, dan mengurangi manajemen laba, perataan laba, dan penipuan yang ada dalam perusahaan [53]. Dalam *agency theory*, *independent board* mampu memberikan pemantauan keputusan dewan yang efektif, dan memiliki peran untuk melindungi pemegang saham dari oportunistik perilaku manajer yang kemungkinan akan mencari keuntungan pribadi, *independent board* juga mampu meningkatkan transparansi dan integritas laporan keuangan [34]. *Independent board* juga ahli dalam beberapa hal, antara lain ahli dalam memantau tindakan manajerial, ahli dalam pengendalian internal perusahaan, dan ahli dalam mengawasi tim manajemen puncak [7].

Woman on Board

Dewan direksi dibentuk untuk menyatukan kompetensi dan kapabilitas masing-masing direksi yang dapat memberikan nilai tambah dalam menjalankan tata kelola perusahaan, seperti dalam pengambilan keputusan dan memantau kinerja perusahaan [56]. Dalam stakeholder

theory, menyatakan bahwa tugas dewan tidak hanya mewakili kepentingan pemegang saham (*shareholder*), tetapi juga dipengaruhi (mempengaruhi) oleh pencapaian tujuan organisasi dan *stakeholder* lainnya, seperti pelanggan, karyawan, pemasok, dan lain-lain [38]. *Woman on board* (direksi wanita) mampu memberikan keahlian dan kemampuan penasihat yang sangat berbeda dengan direksi pria [65]. Wanita dianggap mampu meningkatkan efektivitas secara keseluruhan melalui pengurangan konflik, lebih rajin, teliti dan bertanggung jawab atas tugasnya [5]. Akan tetapi, wanita cenderung mengutamakan perasaan dan naluri dalam mengambil keputusan, sehingga keputusan yang diambil oleh direksi wanita cenderung kurang tepat dan kurang kuat [20], direksi wanita juga cenderung suka menghindari risiko [66].

Cost of Capital

Laporan keuangan yang wajib dibuat oleh perusahaan seiring dengan perkembangan jaman juga semakin berkembang karena laporan keuangan yang bersifat tradisional masih belum mampu memenuhi kebutuhan informasi bagi para stakeholders [24]; [13]. Menanggapi masalah ini, International Integrated Reporting Council (IIRC) meminta perusahaan untuk memberikan informasi dalam pelaporan perusahaan mengenai keadaan perusahaan yang bersifat non-financial, seperti informasi mengenai lingkungan, sosial dan tata kelola informasi yang juga akan membuat sebuah value-creation bagi perusahaan, yang dapat memenuhi kebutuhan para pemangku kepentingan dalam memperoleh informasi mengenai kegiatan perusahaan setiap saat. Hal yang baru saja disebutkan adalah sebuah pelaporan yang terintegrasi (IR). IR juga memberikan transparansi dan pertanggungjawaban yang akan mempermudah investor untuk membuat suatu keputusan. Beberapa penelitian menyebutkan bahwa untuk menyelesaikan masalah ini, perusahaan dapat memberikan bukti yang menunjukkan bahwa IR berhubungan dengan Cost of Capital (COC), firm value, dan financial performance [57]; [61].

Pengungkapan yang tidak dilakukan oleh perusahaan dapat menyebabkan praktik

bisnis yang tidak beretika, kehilangan integritas pasar, sanksi dan publikasi yang buruk, yang datang daripada biaya yang signifikan tidak hanya untuk perusahaan tetapi juga untuk seluruh perekonomian. Sedangkan COC sendiri merupakan tingkat pengembalian ekuitas yang disyaratkan dan terkait dengan persepsi pasar mengenai tingkat risiko suatu perusahaan, yang mana dengan hal ini pengungkapan IC, dan IR dapat mempengaruhi COC perusahaan dengan cara menurunkan informasi asimetri dan biaya agensi [20]; [42].

Hipotesis Penelitian **Pengaruh *Intellectual Capital Disclosure* pada *Weighted Cost of Capital***

Intellectual capital adalah informasi dan pengetahuan dalam perusahaan yang menjadi basis persaingan yang dapat mempengaruhi pengembangan daya tahan dan keunggulan perusahaan [3]. Pengungkapan IC seharusnya dilakukan secara sukarela oleh karena itu, perusahaan memiliki hak dan pilihan untuk melakukan pengungkapan IC atau tidak. Namun, pengungkapan IC dapat memberikan dampak positif dan keuntungan bagi perusahaan yang juga dapat mengurangi adanya informasi asimetri dalam perusahaan dan dapat meningkatkan transparansi dari manajemen perusahaan yang dikarenakan adanya intangible asset yang diungkapkan [29]. Perusahaan yang memiliki pengungkapan IC (intellectual capital disclosure) yang baik dan lengkap, dapat membuat para investor semakin yakin dalam membuat suatu keputusan. Perusahaan dengan pengungkapan IC (intellectual capital disclosure) yang tinggi menandakan informasi pada laporan keuangan yang dimiliki oleh perusahaan telah diungkapkan dengan baik secara kualitatif maupun kuantitatif yang akan membuat perusahaan dapat memperoleh keuntungan di masa yang akan datang [54]. Akan tetapi, semakin besar pengungkapan yang dilakukan suatu perusahaan akan mengakibatkan biaya modal yang harus ditanggung juga semakin tinggi, karena untuk melakukan pengungkapan, dibutuhkan biaya yang cukup tinggi. Investor akan melihat bahwa perusahaan yang memiliki tingkat risiko investasi yang tinggi, menyebabkan semakin tinggi pula tingkat pengembaliannya,

sehingga dalam hal ini perusahaan akan terus berupaya untuk memenuhi harapan investor agar meyakinkan keputusan investor dalam berinvestasi di perusahaan [49]. Tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor akan menjadi biaya bagi perusahaan (cost of equity). Dalam perspektif *agency theory* (teori keagenan), dengan melakukan pengungkapan modal intelektual secara sukarela dan lengkap dalam laporan keuangan mampu mengurangi biaya agensi hutang untuk menyeimbangkan kebutuhan manajer dan pemegang hutang yang berlawanan [63].

Semakin luas pengungkapan informasi suatu perusahaan dapat mengurangi tingkat ketidakpastian perusahaan tersebut, sehingga risiko juga akan semakin rendah dan menimbulkan tingkat pengembalian juga semakin rendah [49]. Hal ini didukung oleh penelitian Barus and Siregar, ditemukan bahwa ICD memiliki pengaruh negatif dengan cost of equity, sedangkan ICD tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap cost of debt [10]. Semakin tinggi pengungkapan yang dilakukan perusahaan dapat menurunkan biaya modal, dengan cara mengurangi asimetri informasi, mengurangi biaya pengumpulan informasi pribadi, dan laporan tahunan yang disediakan perusahaan harus dalam bentuk analisis keuangan [25]. Pengungkapan IC memiliki pengaruh negatif terhadap cost of equity dan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap cost of debt. Pengungkapan IC yang cukup dapat mempresentasikan laporan yang terintegrasi dan dapat menyebabkan cost of capital perusahaan yang semakin kecil, khususnya untuk perusahaan yang memiliki intangible asset yang baik sangat diperlukannya pengungkapan secara sukarela guna menjembatani informasi asimetri dan analisis laporan tahunan perusahaan. Perusahaan yang menyediakan informasi yang berhubungan dengan IC akan menurunkan cost of equity capital perusahaan [49]. Peningkatan pengungkapan IC juga dapat memberikan informasi tambahan bagi para investor, dan hal ini diharapkan dapat menarik perhatian para investor [51].

H1 : *Intellectual Capital Disclosure* berpengaruh positif terhadap *Weighted Average Cost of Capital*

Pengaruh *Independent Board* pada *Weighted Cost of Capital*

Berdasarkan beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara independent board dan performa perusahaan yang disebabkan oleh pengalaman dan peran monitoring para independent board. Sedangkan di sisi lain, penelitian lain menemukan bahwa board berdampak negatif terhadap performa perusahaan karena tidak mungkin independent board akan sepenuhnya bersifat independen. Terdapat pula beberapa penelitian lainnya yang mengatakan bahwa independent board tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap performa perusahaan [2]. Seluruh mekanisme corporate governance, hubungan antara independent board dan efisiensi IC merupakan hubungan langsung karena independent board memperkuat aktivitas value-added dalam perusahaan, sebagai contoh efisiensi pengungkapan IC [37].

Independent board seiring dengan perkembangan jaman juga menjadi semakin umum dan lazim digunakan khususnya dalam sistem perusahaan yang menggunakan dua tingkat dalam jajaran board. S-curve Cubic menemukan bahwa independent board yang terlalu sedikit dalam suatu perusahaan akan menyebabkan ketidakefektifan dalam menangani masalah agensi, yang dimana jika perusahaan memiliki independent board yang lebih banyak akan membantu memecahkan masalah agensi. Namun, proporsi independent board yang terlalu banyak dalam suatu perusahaan juga akan menimbulkan masalah lain yaitu mayoritas operasi perusahaan akan sangat dan banyak diketahui oleh independent board. Oleh sebab itu, independent board dan efisiensi IC mungkin saja tidak saling berkaitan secara linier.

Penelitian lain mengemukakan bahwa jika dilihat dari perspektif agency theory, independent board dapat menurunkan agency cost, menyeimbangkan board, dan menurunkan capital cost [4]. Independent board akan dapat bekerja dan memonitor secara lebih efektif yang juga akan mengurangi adanya informasi asimetri [60]. Hal ini dapat membuat para investor tertarik dan memiliki kepercayaan kepada perusahaan untuk menanamkan modalnya dan

berinvestasi pada perusahaan. Dengan demikian, akan juga mengurangi cost of capital.

H2: *Independent Board* berpengaruh negatif terhadap *Weighted Average Cost of Capital*

Pengaruh *Woman on Board* pada *Weighted Cost of Capital*

Permasalahan mengenai direksi wanita adalah topik hangat yang masih sering diteliti oleh para peneliti. Banyak penelitian yang telah membuktikan bahwa terdapat hubungan yang positif antara perbedaan gender dan performa perusahaan [43]; [55]. Semakin banyak dewan direktur wanita maka semakin rendah volatilitas pendapatan, menyebabkan semakin tinggi profitabilitas perusahaan [43], dan semakin tinggi peluang kelangsungan hidup suatu perusahaan. Penelitian [36]; [47] juga menjelaskan bahwa dengan adanya direktur wanita berdampak positif dalam mempengaruhi efektivitas dan efisiensi dalam perusahaan, karena wanita dapat menawarkan heterogenitas yang penting dan berbeda dengan laki-laki, sehingga kontrol perusahaan dapat menjadi lebih baik. Jika dilihat dari perspektif *agency theory*, dewan direktur wanita mampu mengurangi kemungkinan masalah agensi, dengan membantu perusahaan memperkuat komunikasi dengan pemangku kepentingan dan memperkuat sistem pemantauan [1].

Walaupun demikian, wanita dalam jajaran direksi cenderung lebih mengutamakan perasaan dan naluri dalam mengambil keputusan, dibandingkan dengan laki-laki yang lebih mengutamakan pikiran dan logika dalam mengambil keputusan. Tidak hanya itu, wanita juga dapat mengakibatkan modal perusahaan tidak dapat digunakan secara efisien karena wanita cenderung tidak berani mengambil risiko, sedangkan laki-laki lebih menyukai tantangan dan hal yang berisiko tinggi. Sehingga wanita sering melewatkan peluang investasi yang menguntungkan hanya karena menghindari risiko yang tinggi [23]. Maka dari itu, semakin tinggi ratio woman on board dalam suatu perusahaan, semakin tinggi juga cost of capital yang dihasilkan perusahaan [22], karena woman on board lebih menyukai menggunakan cost of equity daripada cost of

debt, hal ini dikarenakan wanita cenderung menghindari perolehan modal yang berasal dari hutang.

H3: *Woman on Board* berpengaruh negatif terhadap *Weighted Average Cost of Capital*

RESEARCH METHOD

Sample and data collection

Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu sampel dipilih karena memenuhi kriteria-kriteria tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian. Penelitian menggunakan metode sampel ini dikarenakan dalam pengumpulan sampel peneliti memiliki beberapa kriteria yang harus dipenuhi, sebagai berikut:

1. Perusahaan sektor pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2019.
2. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan tahunan yang lengkap selama periode 2015-2019.

Berdasarkan 2 (dua) kriteria di atas, maka diperoleh sebanyak 31 perusahaan pariwisata selama tahun 2015-2019 yang memenuhi kedua kriteria tersebut. Data-data ini diperoleh dari laporan tahunan yang diambil dari situs resmi perusahaan tersebut dan data keuangan perusahaan yang didapat melalui Bloomberg Database. Sektor pariwisata merupakan sektor yang sangat sensitif dan mudah terpengaruh oleh krisis global, hal ini lah yang akan mengakibatkan industri pariwisata mengalami guncangan paling besar jika terjadi krisis [59]. Terbukti ketika mulai muncul krisis Covid-19, dimana pariwisata global mengalami tahun terburuk, dengan kedatangan internasional turun 65% menurut data dari Organisasi Pariwisata Dunia (UN-WTO). Dampak buruk pandemi COVID-19 pada pariwisata global terus berlanjut hingga 2021, dengan data baru yang menunjukkan penurunan 87% dalam kedatangan turis internasional pada Januari 2021 dibandingkan dengan 2020 dimana negara Asia and the Pacific sendiri mengalami penurunan hingga 86% sejak tahun 2020 hingga Januari 2021. Hal ini juga disebabkan karena industri pariwisata bukan merupakan kebutuhan primer, namun merupakan kebutuhan tersier. Maka dari itu, alasan penelitian ini hanya menggunakan sampel

data dari tahun 2015 hingga 2019, dan tidak menggunakan data tahun 2020 karena, tahun 2020 merupakan periode krisis, dimana banyak data yang disediakan masih bias dan ekonomi sangat tidak stabil sehingga tidak dapat dijadikan sebagai acuan perhitungan dan pengamatan yang tepat. Pengamatan yang dilakukan adalah pengamatan diluar masa krisis dalam kondisi ekonomi normal sehingga dapat dijadikan sebagai acuan bagi industri pariwisata apabila krisis sudah selesai dan kondisi kembali normal.

Measures

Dependent Variable

Penelitian ini menggunakan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*) sebagai variabel dependen. WACC adalah pengukuran pembiayaan modal untuk memprediksi dan menilai biaya modal perusahaan dan mengukur tingkat diskonto arus kas untuk penilaian aspek lainnya. Nilai WACC yang rendah menandakan semakin baik permodalan perusahaan karena hal membuat risiko rendah dan dianggap memiliki kualitas pengelolaan yang lebih transparan dan lebih baik [18]. WACC yang rendah dianggap baik karena tidak berisiko tinggi dan dianggap memiliki kualitas manajemen yang lebih transparan dan lebih baik, sedangkan WACC yang tinggi dianggap kurang baik karena mencerminkan risiko perusahaan yang cukup tinggi [67]. WACC yang digunakan dalam penelitian ini merupakan angka yang diperoleh dari database Bloomberg. WACC merupakan jumlah dari total debt dan total equity. Penelitian ini menggunakan angka WACC yang tersedia dari Bloomberg Database. Tetapi WACC juga dapat diukur manual dengan cara yang sama seperti yang digunakan dalam penelitian Battisti et al. yaitu [8]:

$$WACC = \{(D \times R_d) (1 - \text{Tax}) + (E \times R_e)\}$$

Keterangan:

D = Tingkat modal dari hutang (total hutang/total hutang dan ekuitas)

R_d = Biaya hutang (biaya bunga/total hutang)

Tax = Pajak

E = Tingkat modal dari ekuitas (total ekuitas/total hutang dan ekuitas)

$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$, berdasarkan teori CAPM (Capital Asset Pricing Model), dengan keterangan sebagai berikut:

R_e = Cost of equity/biaya ekuitas
 R_f = Tingkat return dari aset bebas risiko, di Indonesia seperti SBI (sertifikat Bank Indonesia) dan SUN (Surat Utang Negara)
 R_m = Tingkat return yang dihasilkan pasar
 β = beta/risiko sistematis dari suatu saham yang dapat diukur secara obyektif dari responsivitas pengembalian perusahaan terhadap pergerakan pengembalian portofolio pasar

Independent Variable

Penelitian ini menggunakan lima variabel independen yang akan mempengaruhi WACC perusahaan. Variabel pertama adalah komponen ICD (*Intellectual Capital Disclosure*), yang diukur menggunakan metode *content analysis*, yang merupakan bentuk paling sederhana dan paling umum digunakan untuk mengukur ICD perusahaan [33], teknik penelitian ini digunakan untuk membuat kesimpulan yang valid dari suatu data dalam konteks yang diperlukan [52]. Langkah pertama yang perlu dilakukan dalam pengumpulan data dengan mempersiapkan list keyword yang berhubungan dengan ICD dan mencari keyword tersebut di laporan tahunan setiap perusahaan. Jika keyword ditemukan di laporan tahunan maka akan dinilai 1, jika tidak ditemukan maka dinilai 0. Nilai rata-rata tiap komponen ICD didapat dengan cara membagi total indeks pengungkapan masing-masing komponen ICD (78 item HC, 32 item SC, dan 31 item RC) dengan jumlah total indikator yang terkait pada tiap komponen individual [29]. Perhitungan ICD yang digunakan sama dengan perhitungan dalam penelitian Yan, sebagai berikut [64]:

$$HCD, SCD, RCD = \frac{\sum D}{N} \times 100\%$$

Keterangan:

D = penilaian ICD (dinilai 1 jika diungkapkan; 0 jika sebaliknya)

N = jumlah indikator yang terkait pada tiap komponen

Variabel kedua yaitu independent board, dapat diukur dengan cara membagi jumlah anggota komisaris independen perusahaan (*total independent board*) dengan jumlah dewan komisaris di perusahaan (*total board*) [9]; [58]. Education on board dapat diukur dengan membagi jumlah total dewan komisaris yang memiliki gelar akademik master (S2) maupun professor (S3) dengan jumlah total dewan komisaris di perusahaan [56]. Keragaman gender dewan komisaris (*board gender diversity*) dapat diukur dengan menghitung proporsi perempuan dalam dewan direksi (*woman on board*), dengan cara membagi jumlah anggota dewan komisaris wanita dengan jumlah direktur dalam perusahaan [9]. Financial institution didapat dari laporan tahunan tiap perusahaan, dengan cara mengelompokkan dan memilih stakeholder perusahaan (top 30 stakeholder) yang berhubungan dengan lembaga keuangan saja. Semakin tinggi nilai persentase financial institution ownership, semakin rendah nilai WACC yang diperoleh karena biaya yang didapat dari debt akan lebih murah.

Variable Control

Variabel Firm Size dapat diukur menggunakan nilai logaritma dari total aset akhir tahun [17]. Semakin tinggi total aset perusahaan, semakin tinggi pula modal perusahaan dan investor semakin senang karena akan mendapatkan return yang lebih besar [30]. Maka, ukuran perusahaan digunakan sebagai tolak ukur yang menandakan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Variabel kontrol yang kedua adalah Total Debt to Asset yang diukur dari rasio total hutang dengan total aset perusahaan, semakin tinggi nilai debt to assets yang dimiliki perusahaan, maka semakin tinggi pula risikonya untuk melunasi kewajibannya [11].

$$\text{Total Debt to Asset (TDA)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Hutang perusahaan (TDA) yang semakin tinggi juga akan menurunkan profitabilitas perusahaan yang didukung oleh teori *pecking order* dimana perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal daripada dana eksternal [27].

RESULTS AND DISCUSSION

Tabel 4.1.

Tabel Sampel Penelitian

Kriteria Sampel	Jumlah
Total Perusahaan pariwisata yang terdaftar di BEI	33
Perusahaan yang laporan tahunannya tidak lengkap	2
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian	31
Jumlah tahun pengamatan	5
Jumlah data pengamatan* (31 x 5)	155

Penelitian yang dilakukan menggunakan pendekatan kuantitatif sehingga data yang ditampilkan adalah dalam bentuk angka yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan, dan database *Bloomberg* pada perusahaan di sektor pariwisata yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Jumlah perusahaan yang diteliti adalah sebanyak 31 perusahaan pariwisata dalam periode 2015 hingga 2019. Pemilihan sampel yang digunakan yaitu dengan tahapan awal menggunakan metode *purposive sampling*. Langkah pertama yaitu menggunakan sampel perusahaan di sektor pariwisata yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Langkah kedua yaitu sampel yang digunakan adalah perusahaan pariwisata yang laporan tahunannya telah diterbitkan pada periode 2015 hingga 2019. Terakhir yaitu semua data dan informasi perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini harus memenuhi kebutuhan penulis dalam pengukuran variabel dalam penelitian ini. Peneliti menggunakan 4 variabel penelitian tersebut karena adanya keterkaitan dan pengaruh yang sama antar variabel. Pengungkapan modal intelektual, direksi wanita, dan jajaran direksi merupakan *capital structure* dalam perusahaan yang mana juga akan mempengaruhi tata kelola perusahaan dan juga berpengaruh terhadap return yang diharapkan oleh para investor. Tata kelola perusahaan yang baik akan mengurangi adanya informasi asimetri antara

manajemen dan pemegang saham, yang mana juga akan menurunkan biaya modal perusahaan karena transparansi dan pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan semakin meningkat [31]. Biaya Modal mengacu pada biaya keuangan yang ditanggung oleh perusahaan dan return minimum yang diharapkan oleh investor, yang diharapkan dapat meningkatkan *value* perusahaan. Khususnya, setiap tambahan biaya dolar yang dibutuhkan untuk membiayai peluang investasi biasanya diukur dengan Weighted Average Cost of Capital (WACC).

Tabel 4.2

Tabel Analisa Statistik Deskriptif

Indikator	Mean	Median	S.D	Min	Max
WACC	8.11	8.40	3.50	-6.20	19.1
ICD	1.24	1.22	0.32	0.61	1.94
Independen Board	0.239	0.250	0.13	0.00	0.57
Woman on Board	0.174	0.154	0.15	0.00	0.57
Firm Size	5.14	5.10	0.64	3.67	6.65
Debt to Asset	0.257	0.247	0.16	0.00	0.68

Sumber: Hasil *Output* Gretl

Pada tabel 4.2 menunjukkan analisis statistik deskriptif tiap variabel dengan menampilkan unsur *mean*, *median*, *standard deviation (S.D)*, *minimum*, dan *maximum*. Tabel diatas menunjukkan adanya nilai yang paling tinggi dari standar deviasi pada WACC. Nilai standar deviasi yang tinggi pada WACC disebabkan karena adanya perusahaan dengan nilai

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa nilai minimum WACC bernilai -6,2 (negatif) yang menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Perusahaan

yang menggunakan sumber pendanaan dari hutang biasanya menandakan bahwa perusahaan sedang mengekspansi bisnisnya. Nilai minimum pada independent board dan woman on board menandakan bahwa perusahaan masih belum memiliki komponen ini dalam jajaran direksinya. Namun disisi lain, terdapat juga beberapa perusahaan yang memiliki nilai ekstrim pada independent board dan woman on board pada perusahaannya, yaitu dapat mencapai lebih dari 50% merupakan jajaran direksi wanita.

Tabel 4.3
Model Ordinary Least Square (OLS)

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	4.57158	2.45586	1.862	0.0646	*
Intellectual Capital Disclosure	0.365246	1.03771	0.3520	0.7254	
Independent Board	-0.401066	2.17405	-0.1845	0.8539	
Woman on Board	2.19682	1.81643	1.209	0.2284	
Firm Size	0.824843	0.521358	1.582	0.1157	
Debt to Asset	-5.59214	1.74688	-3.201	0.0017	***
F(5, 149)	2.895224				
Adjusted R-squared	0.057966				

P-value (F)	0.015912
-------------	----------

Note(s): statistical significance at the following levels: *** = 1% (highly significant); ** = 5% (significant); * = 10% (weakly significant)

Sumber: Hasil Output Gretl

Dari hasil tabel 4.3 di atas, merupakan model dasar dalam pengujian asumsi klasik dan panel data. Dari data tersebut dapat dilihat nilai p-value(F) kurang dari 0,05 yang menandakan bahwa hasil dari metode OLS dapat diterima.

Tabel 4.4
Uji Heteroskedastisitas

Test Statistic (TR^2)	25.095960
with p-value = $P(\text{Chi-square}(20) > 25.095960)$	0.197785

Sumber: Hasil Output Gretl

Berdasarkan data tabel diatas, hasil menunjukkan bahwa nilai *p-value* (*Chi-square*) diatas 0,05 (5%), yang menandakan data tidak mengandung heteroskedastisitas.

1. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk memastikan apakah ada hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen dalam satu persamaan regresi. Dapat dikatakan multikolinearitas ketika nilai VIF setiap variabel lebih dari 10 (sepuluh).

Tabel 4.5
Uji Multikolinearitas (VIF)

Full Collinearity VIFS	ICD	Independent Board	WOB	Firm Size	Debt to Asset
WACC	1.473	1.169	1.090	1.508	1.077

Sumber: Hasil Output Gretl

Berdasarkan tabel diatas, menunjukkan semua variabel memiliki nilai dari VIF (*Variance Inflation Factors*) dibawah

10, yang menunjukkan bahwa tidak ada multikolinearitas antar variabel penelitian.

Uji Panel Data

Berdasarkan pengujian dari estimasi model data panel, kesimpulan dan hasil model yang terbaik, adalah:

Tabel 4.6
Tes Panel

	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	Kesimpulan
Fixed Effects Estimator (F-Test)	0.000129035	Fixed Effects
Breusch-Pagan Test	0.000294901	Random Effects
Hausman Test	0.26536	Fixed Effects

Sumber : Hasil output Gretl

Dari tiga pengujian diatas, dapat disimpulkan bahwa $\frac{2}{3}$ (dua per tiga) pengujian menghasilkan *fixed effect model*, maka *fixed effect model* merupakan model yang tepat untuk penelitian ini. Hal ini didukung dengan variabel WACC yang tidak mengandung hetero sehingga model *fixed effects* dapat digunakan.

Tabel 4.7
Tes Fixed Effect Model dan OLS Panel

	Fixed Effect		OLS Panel	
	Coef	p-value	Coef	p-value
Const	-6.52564	0.6017	4.57158	0.0646*
ICD		0.1886	0.365	0.7254

(H1)	3.42837		246	
Independent Board (H2)	-1.22208	0.6942	-0.401066	0.8539
Woman on Board (H3)	-3.15983	0.4402	2.19682	0.2284
Firm Size	2.69364	0.2845	0.824843	0.1157
Debt to Asset	-10.2090	0.0040***	-5.59214	0.0017***
P-Value (F)	0.000020		0.015912	
R-Squared	0.104486		0.088552	

Sumber : Hasil output Gretl

Berdasarkan tabel 4.7 terdiri dari 3 (tiga) variabel independen, 2 (dua) variabel kontrol, dan 1 (satu) variabel dependen yaitu *weighted average cost of capital (WACC)*. Pada tabel tersebut, tidak ada satupun variabel independen yang memiliki pengaruh signifikan, hal ini dikarenakan nilai *p-value* ketiga variabel independen > 10%. Akan tetapi salah satu variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu “*debt to asset*” memiliki pengaruh signifikan dengan nilai *p-value* < 10%. Dari ketiga variabel independen, hanya “Independent Board” yang memperoleh nilai pengaruh negatif, sedangkan untuk kedua variabel lainnya (Intellectual Capital Disclosure dan Woman on Board) memperoleh nilai pengaruh positif.

Tabel 4.8
Rangkuman Hasil Uji Hipotesis

Variabel Independen (OLS Panel)	Biaya Modal (WACC)		
	Hubungan	Hasil	Kesim

Data)	Hipotesis	T-Test	pulan
Intellectual Capital Disclosure	Berpengaruh	Positif	Terima
Independent Board	Berpengaruh	Negatif	Terima
Woman on Board	Berpengaruh	Positif	Tolak

Sumber : Hasil output Gretl

Pengaruh Intellectual Capital Disclosure (ICD) pada Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang menguji variabel ICD dengan WACC, dapat diketahui bahwa ICD memiliki pengaruh positif pada WACC dalam perusahaan pariwisata di Indonesia. Hasil ini belum banyak disetujui oleh penelitian lain, Schuster and O'Connell, mengemukakan bahwa pengungkapan IC yang tinggi akan membuat perusahaan menanggung biaya modal yang tinggi. Hal ini disebabkan karena pengungkapan IC yang tinggi akan menyebabkan ekspektasi investor semakin tinggi, sehingga biaya modal perusahaan juga semakin tinggi [50]. Banyak penelitian yang justru beranggapan bahwa ICD memiliki pengaruh negatif pada WACC. Sehingga, H1 dapat diterima.

Pengaruh Independent Board pada Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang menguji variabel independent board dengan WACC, dapat diketahui bahwa independent board memiliki pengaruh negatif pada WACC. Hasil ini sejalan dengan penelitian Anwar et al. dimana independent board dibuktikan mampu menurunkan *agency cost*, menyeimbangkan *board*, dan menurunkan *capital cost* [4]. Hal ini didukung juga oleh Usman et al., yang membuktikan bahwa independent board dapat bekerja dan memonitor manajemen lebih efektif dan mampu mengurangi informasi asimetri [60]. Dengan demikian akan membuat investor lebih tertarik dan lebih percaya untuk menanamkan modalnya pada perusahaan,

dengan banyaknya investor yang menanamkan modal maka *cost of capital* yang harus dikeluarkan oleh perusahaan juga semakin kecil. Sehingga, H2 dapat diterima.

Pengaruh Woman on Board pada Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang menguji variabel woman on board dengan WACC, dapat diketahui bahwa woman on board memiliki pengaruh positif pada WACC. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dogan and Acar, yang juga membuktikan bahwa *woman on board* memiliki hubungan positif terhadap WACC [19]. Perempuan memiliki kecenderungan untuk menghindari dan tidak menyukai risiko yang tinggi, sehingga perempuan akan lebih memilih untuk mendapatkan pendanaan dari investasi para investor. Semakin tinggi investasi yang didapatkan, akan semakin tinggi pula ekspektasi investor terhadap return yang akan didapatkannya. Hal ini akan menyebabkan nilai WACC juga semakin meningkat. Perempuan juga memberikan pengaruh yang positif terhadap perusahaan karena sifat perempuan yang memiliki kecenderungan untuk lebih teliti dan lebih heterogen daripada pria. Maka dari itu, H3 ditolak karena terbukti bahwa *woman on board* berpengaruh positif pada WACC.

KESIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menguji pengaruh antara *intellectual capital disclosure (ICD)*, *independent board*, dan *woman on board* terhadap *weighted average cost of capital (WACC)*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 31 perusahaan di Indonesia pada sektor pariwisata yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2015 hingga 2019. Peneliti menggunakan data hingga periode 2019 karena pada tahun 2020 terjadi pandemi covid-19, yang menyebabkan data laporan keuangan menjadi bias, sehingga peneliti memutuskan untuk tidak meneliti hingga periode tahun 2020. Sehingga total sampel penelitian ini adalah berjumlah 155 tahun perusahaan.

Dalam penelitian ini, berdasarkan hasil uji bab 4 yang telah dilakukan pada

penelitian ini, maka peneliti dapat menyimpulkan bahwa :

1. Hipotesis 1 diterima, yang menyebutkan bahwa ICD berpengaruh positif terhadap WACC. Maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan pariwisata di Indonesia beranggapan bahwa pengungkapan IC dapat meningkatkan cost of capital yang harus dikeluarkan oleh perusahaan.
2. Hipotesis 2 diterima, yang menyebutkan bahwa independent board berpengaruh negatif terhadap WACC
3. Hipotesis 3 ditolak, yang menyebutkan bahwa *woman on board* berpengaruh negatif terhadap WACC, karena berdasarkan hasil yang diperoleh selama penelitian menyatakan bahwa *woman on board* berpengaruh positif terhadap WACC.

SARAN

Dari hasil penelitian diatas, dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi pengungkapan IC akan menyebabkan WACC yang semakin tinggi pula. Namun, pengungkapan IC adalah sesuatu yang penting di era saat ini, sehingga peneliti dapat memberikan alternatif dengan menyarankan perusahaan yang ingin meningkatkan nilai perusahaannya yaitu dengan cara menurunkan persentase WACC dengan cara meningkatkan proporsi independent boards pada perusahaan. Hal ini berguna untuk meningkatkan efektif dan efisien perusahaan dalam aktivitas yang dilakukan, serta dapat meningkatkan pelaporan laporan keuangan yang lebih transparan. Dengan demikian, investor akan memiliki tingkat kepercayaan kepada perusahaan yang lebih tinggi dan akan menyebabkan perusahaan mendapatkan sumber pendanaan yang relatif lebih murah karena tidak berasal dari hutang. Menunjuk wanita sebagai board of director juga dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan profit yang lebih tinggi dan keberlanjutan perusahaan yang lebih baik karena wanita memiliki substansi dan memiliki heterogenitas yang berbeda dengan pria, yang mana akan menjadi lebih baik dalam kontrol jalannya perusahaan.

KETERBATASAN

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, sumber pengamatan dan pengolahan data hanya berasal dari data laporan tahunan perusahaan dan data keuangan bloomberg. Peneliti selanjutnya dapat mengumpulkan data selain dari laporan tahunan perusahaan, juga bisa dari website investasi dan keuangan yang terpercaya. Penelitian ini juga mengumpulkan, mengamati dan mengolah data secara manual yang dapat berisiko adanya informasi yang kurang dan dilakukan secara subjektif. Selain itu, periode waktu pengamatan dapat diperluas guna membandingkan dengan penelitian ini dan memiliki kemungkinan dapat menghasilkan data yang berbeda.

REFERENCES

- [1] Adams, R.B., and Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309
- [2] Al-Saidi, M. (2021). Board independence and firm performance: evidence from Kuwait. *International Journal of Law and Management*, 63(2), 251-262. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-06-2019-0145>
- [3] Almutirat, H. A. (2020). The impact of intellectual capital in organizational innovation: case study at Kuwait Petroleum Corporation (KPC). *Review of Economics and Political Science*. doi: 10.1108/REPS-08-2019-0113
- [4] Anwar, Z., Khan, M. K., and Danish, R. Q. (2019). Corporate Governance and Cost of Equity: Evidence from Asian Countries. *Journal of Political Studies*, 26(1), 207-230.

- [5] Arioglu, E. (2020). Female board members: the effect of director affiliation. *Gender in Management: An International Journal*, 35(2), 225–254. <https://doi.org/10.1108/GM-05-2019-0080>
- [6] Badan Pusat Statistik. (n.d.). *BPS Kunjungan Wisatawan Mancanegara per bulan Menurut Kebangsaan*. Retrieved from <https://www.bps.go.id/indicator/16/1470/2/kunjungan-wisatawan-mancanegara-per-bulan-menurut-kebangsaan.html>
- [7] Badan Pusat Statistik. (2021). *Berita Resmi Statistik 1 Februari 2021*. <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/02/01/1796/jumlah-kunjungan-wisman-ke-indonesia-bulan-desember-2020-mencapai-164-09-ribu-kunjungan-.html>
- [8] Battisti, E., Bollani, L., Miglietta, N., and Salvi, A. (2020). The impact of leverage on the cost of capital and market value. *Management Research Review*, 43(9), 1081–1096. <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2019-0007>
- [9] Benkraiem, R., Hamrouni, A., Lakhel, F., and Toumi, N. (2017). Board independence, gender diversity and CEO compensation. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(5), 845–860. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2017-0027>
- [10] Barus, S. H., and Siregar, S. V. (2014). The effect of intellectual capital disclosure on cost of capital: Evidence from technology intensive firms in Indonesia. *Journal of Economics, Business, and Accountancy*, 17(3). doi: <http://dx.doi.org/10.14414/jebav.v17i3.355>
- [11] Budhathoki, P. B., and Rai, C. K. (2020). The Impact of the Debt Ratio, Total Assets, and Earnings Growth Rate on WACC: Evidence from Nepalese Commercial Banks. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 16–23. <https://doi.org/10.9734/ajeba/2020/v15i230210>
- [12] Bontis, N., Ciambotti, M., Palazzi, F., and Sgro, F. (2018). Intellectual capital and financial performance in social cooperative enterprises. *Journal of Intellectual Capital*, 19(4), 712–731. doi: 10.1108/JIC-03-2017-0049
- [13] Cole, G. (2020). Boosting firm performance through integrated reporting factors that enhance the impact. *Annals of Social Responsibility*, 6(2), 55–57. <https://doi.org/10.1108/ASR-05-2020-0016>
- [14] Core, J. E., Hail, L., and Verdi, R. S. (2015). Mandatory Disclosure Quality, Inside Ownership, and Cost of Capital. *European Accounting Review*, 24(1), 1–29. <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.985691>
- [15] D'Amato, A. (2021). Does intellectual capital impact firms' capital structure? Exploring the role of firm risk and profitability. *Managerial Finance*, 47(9), 1337–1356. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2020-0089>
- [16] Dalwai, T., and Mohammadi, S. (2020). Intellectual capital and corporate governance: an evaluation of Oman's financial sector companies. *Journal of Intellectual Capital*, 21(6), 1125–1152. <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2018-0151>
- [17] Dalwai, T., Mohammadi, S. S., Chugh, G., and Salehi, M. (2021). Does

- intellectual capital and corporate governance have an impact on annual report readability? Evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, ahead-of-p(ahead-of-print).
<https://doi.org/10.1108/IJOEM-08-2020-0965>
- [18]Damilano, M., Miglietta, N., Battisti, E., and Creta, F. (2018). Value Creation and Competitive Advantage: Empirical Evidence from Dividend Champions of the S&P 500. *International Journal of Business and Management*, 13(12), 50-60. doi:10.5539/ijbm.v13n12p50
- [19]Delgado-Márquez, L., de Castro, J., and Justo, R. (2017). The boundary conditions of gender diversity in top teams. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 15(4), 425-442. <https://doi.org/10.1108/MRJIAM-06-2017-0749>
- [20]Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- [21]Dharni, K., and Jameel, S. (2021). Trends and relationship among intellectual capital disclosures, patent statistics and firm performance in Indian manufacturing sector. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JIC-05-2020-0148>
- [22]Dogan, B., & Acar, M. (2020). The impact of corporate governance on cost of capital: an application on the firms in the manufacturing industry in Borsa Istanbul. *CES Working Papers*, 12(1), 65-88.
- [23]Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- [24]Fasan, M., and Mio, C. (2017). Fostering stakeholder engagement: the role of materiality disclosure in Integrated reporting. *Business Strategy and the Environment*, 26, 288-305. <https://doi.org/10.1002/bse.1917>
- [25]Garcia-Meca, E. (2005). Bridging the gap between disclosure and use of intellectual capital information. *Journal of Intellectual Capital*, 6(3), 427-440. <https://doi.org/10.1108/14691930510611157>
- [26]Goebel, V. (2019). Drivers for voluntary intellectual capital reporting based on agency theory. *Journal of Intellectual Capital*, 20(2), 264-281. doi: 10.1108/JIC-01-2018-0019
- [27]Habib, H. J., Khan, F., & Wazir, D. M. I. (2016). Impact of Debt on Profitability of Firms; Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan. *City University Research Journal*, 6(1), 70-80.
- [28]Hatane, S. E., Wijaya, A. T., William, A., and Haryanto A. D. (2018). Factors Affecting Intellectual Capital Disclosures: A Case of Primary Sectors in Thailand. *Journal of Economics and Business*, 1(4), 513-523
- [29]Hatane, S.E., Diandra, J.C., Tarigan, J., and Jie, F. (2021). Voluntary intellectual capital disclosure and earnings forecast in Indonesia-Malaysia-Thailand growth triangle's pharmaceuticals sector. *International*

- Journal of Emerging Markets*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-01-2020-0028>
- [30] Husna, A., and Ibnu, S. (2019). Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economic and Financial Issues*, 9(5), 50-54.
- [31] Javaid, A., Nazir, M.S., and Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JEAS-09-2020-0157>
- [32] Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [33] Kamath, B. (2017). Determinants of intellectual capital disclosure: evidence from India. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 15(3), 367-391. doi: 10.1108/JFRA-01-2016-0003
- [34] Kapoor, N., and Goel, S. (2019). Do diligent independent directors restrain earnings management practices? Indian lessons for the global world. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 52-69. <https://doi.org/10.1108/AJAR-10-2018-0039>
- [35] Khalique, M., Hina, K., Ramayah, T., and Shaari, J. A. N. bin. (2020). Intellectual capital in tourism SMEs in Azad Jammu and Kashmir, Pakistan. *Journal of Intellectual Capital*, 21(3), 333-355. doi: 10.1108/JIC-11-2018-0206
- [36] Kim, D., and Starks, L. T. (2016). Gender Diversity on Corporate Boards: Do Women Contribute Unique Skills? *American Economic Review*, 106(5), 267-271. <https://doi.org/10.1257/aer.p20161032>
- [37] Kweh, Q. L., Lu, W.-M., Ting, I. W. K., and Thi My Le, H. (2021). The cubic S-curve relationship between board independence and intellectual capital efficiency: does firm size matter? *Journal of Intellectual Capital*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JIC-08-2020-0276>
- [38] Low, D., Roberts, H., and Whiting, R. (2015). Board gender diversity and firm performance: empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia, and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35. doi: 10.1016/j.pacfin.2015.02.008
- [39] Martin-de-Castro, G., Delgado-Verde, M., Lopez-Saez, P., and Navas-Lopez, J. E. (2011). Towards an intellectual capital-based view of the firm: origins and nature. *Journal of Business Ethics*, 98(4), 649-662.
- [40] Martini, S. B., Corvino, A., Doni, F., and Rigolini, A. (2016). Relational capital disclosure, corporate reporting and company performance: Evidence from Europe. *Journal of Intellectual Capital*, 17(2), 182-217. <https://doi.org/10.1108/JIC-07-2015-0065>
- [41] Mooneeapen, O., Abhayawansa, S., Ramdhony, D., and Atchia, Z. (2021). New insights into the nexus between board characteristics and intellectual capital disclosure: the case of the emerging economy of Mauritius. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.

- <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2020-0322>
- [42] Ng, A. C., and Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- [43] Oldford, E., Ullah, S., and Hossain, A. T. (2020). A social capital view of women on boards and their impact on firm performance. *Managerial Finance*, 47(4), 570–592. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2020-0091>
- [44] Osma, B. G., and Guilamon-Saorin, E. (2011). Corporate governance and impression management in annuals results press release. *Accounting, Organizations, and Society*, 36(4-5), 187-208. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2011.03.005>
- [45] Parker, D.W., Dressel, U., Chevers, D., and Zeppetella, L. (2018). Agency theory perspective on public-private-partnerships: international development project. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(2), 239-259. DOI 10.1108/IJPPM-09-2016-0191
- [46] Qu, W., Wongchoti, U., Wu, F., and Chen, Y. (2018). Does information asymmetry lead to higher debt financing? Evidence from China during the NTS Reform period. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 25(1), 109–121. <https://doi.org/10.1108/JABES-04-2018-0006>
- [47] Rubino, F. E., Tenuta, P., and Cambrea, D. R. (2021). Five shades of women: evidence from Italian listed firms. *Meditari Accountancy Research*, ahead-of-p(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/MEDAR-10-2020-1057>
- [48] Salehi, M., Arianpoor, A., and Dalwai, T. (2020). Corporate Governance and Cost of Equity: Evidence from Tehran Stock Exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(7), 149–158. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no7.149>
- [49] Salvi, A., Vitolla, F., Raimo, N., Rubino, M., and Petruzzella, F. (2020). Does intellectual capital disclosure affect the cost of equity capital? An empirical analysis in the integrated reporting context. *Journal of Intellectual Capital*, 21(6), 985-1007. <https://doi.org/10.1108/JIC-12-2019-0283>
- [50] Schuster, V., and O’Connell, P. (2006). The trend toward voluntary corporate disclosure. *Management Accounting Quarterly*, 7(2), 1-9.
- [51] Setiany, E., and Suhardjanto, D. (2021). Disclosure, Information Asymmetry And The Cost Of Equity Capital: Evidence From Indonesia. *International Symposia in Economic Theory and Econometrics*, Vol. 28, 351–366. <http://doi.org/10.1108/S1571-038620210000028020>
- [52] Sharma, S., and Dharni, K. (2017). Intellectual capital disclosure in an emerging economy: status and trends. *Journal of Intellectual Capital*, 18(4), 868-883. doi:10.1108/JIC-09-2016-0092
- [53] Shukla, A., Narayanasamy, S., Ayyalusamy, K., and Pandya, S.K. (2021). Influence of independent directors on the market risks of Indian banks. *Journal of Asia Business Studies*, 15(1), 31-49.

- <https://doi.org/10.1108/JABS-01-2020-0010>
- [54] Singh, S. and Kansal, M. (2011). Voluntary disclosures of intellectual capital: An empirical analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 12(2), 301-318. <https://doi.org/10.1108/14691931111123430>
- [55] Stefanovic, N., and Barjaktarovic, L. (2021). Gender makes the difference: the moderating role of gender on the relationship between management structure and performance in banking. *Gender in Management*, 36(1), 18–38. <https://doi.org/10.1108/GM-09-2019-0162>
- [56] Tarigan, J., Hervindra, C., and Hatane, S. E. (2018). Does Board Diversity Influence Financial Performance? *International Research Journal of Business Studies*, 11(3), 195–215. <https://doi.org/10.21632/irjbs.11.3.195-215>
- [57] Tlili, M., Othman, H. B., and Hussainey, K. (2019). Does integrated reporting enhance the value relevance of organisational capital? Evidence from the South African context. *Journal of Intellectual Capital*, 20(5), 642-661. <https://doi.org/10.1108/JIC-02-2019-0034>
- [58] Tran, Q. T. (2019). Independent directors and corporate investment: evidence from an emerging market. *Journal of Economics and Development*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JED-06-2019-0008>
- [59] Uğur, N. G., & Akbıyık, A. (2020). Impacts of COVID-19 on global tourism industry: A cross-regional comparison. *Tourism Management Perspectives*, 36, 100744. <https://doi.org/10.1016/j.tmp.2020.100744>
- [60] Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., and Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?. *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374–392. <https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2018-1863>
- [61] Vitolla, F., Salvi, A., Raimo, N., Petruzzella, F., and Rubino, M. (2020). The impact on the cost of equity capital in the effects of integrated reporting quality. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 519-529. <https://doi.org/10.1002/bse.2384>
- [62] Wang, Q., Sharma, U., and Davey, H. (2016). Intellectual capital disclosure by Chinese and Indian information technology companies: A comparative analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 17(3), 507-529. doi: 10.1108/JIC-02-2016-0026
- [63] White, G., Lee, A. and Tower, G. (2007). Drivers of voluntary intellectual capital disclosure in listed biotechnology companies. *Journal of Intellectual Capital*, 8(3), 517-537. <https://doi.org.ezproxy.dewey.petra.ac.id:2443/10.1108/14691930710774894>
- [64] Yan, X. (2017). Corporate governance and intellectual capital disclosures in CEOs' statements. *Nankai Business Review International*, 8(1), 2–21. <https://doi.org/10.1108/NBRI-09-2016-0032>
- [65] Yousuf, A., and Aldamen, H. (2021). Female representation on the board of directors and accrual quality within the context of cultural dimensions and accounting values. *Managerial*

Auditing Journal, 36(4), 535-563.
<https://doi.org/10.1108/MAJ-06-2020-2723>

[66]Zalata, A. M., Ntim, C., Aboud, A., and Gyapong, E. (2019). Female CEOs and core earnings quality: new evidence on the ethics versus risk-aversion puzzle. *Journal of Business Ethics*, 160(2), 515-534

[67]Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.
<https://doi.org/10.1111/irfi.12034>