

# Pengaruh Wanita Dewan Direksi terhadap *Firm Value* melalui *Firm Performance* sebagai Variabel Intervening

Yurike Hamdani dan Saerce Elsy Hatane  
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra  
Email: elsyehat@petra.ac.id

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh wanita dalam dewan direksi terhadap *firm value* dan *firm performance*, serta pengaruh *firm performance* terhadap *firm value*. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui pengaruh tidak langsung diantara wanita dalam dewan direksi terhadap *firm value* melalui *firm performance* sebagai variabel intervening. Penelitian ini mengambil sampel dari 60 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2015 di sektor perdagangan dan barang konsumsi. Wanita dalam dewan direksi diukur dengan melihat proporsi jumlah wanita dari total anggota dewan direksi. *Firm value* diukur dengan menggunakan *Tobin's q*. *Firm Performance* diukur dengan menggunakan ROA.

Dari hasil pengolahan data, diperoleh hasil penelitian adanya hubungan positif diantara wanita dalam dewan direksi dan *firm value*, wanita dalam dewan direksi dan *firm performance*, serta *firm performance* dan *firm value*. Selain itu, penelitian ini juga menemukan bahwa *firm performance* tidak mampu memediasi pengaruh antara wanita dalam dewan direksi terhadap *firm value*.

Kata Kunci: *Gender Diversity, Woman on Board, Firm Value, Firm Performance*

## ABSTRACT

This study aims to examine the affect of woman in board on firm value and firm performance, and the affect of firm performance on firm value. This study also examine the indirect influence of woman in board on firm value through firm performance as intervening variable. Data were obtained from 60 firms listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in trade and consumer goods sector for the fiscal year of 2012-2015. Woman in board was measured by the proportion of woman in board of director. The value of the firm was measured by Tobin's q. Firm performance was measured by ROA.

The results showed that there is a positive affect of woman in board of directors on firm value, woman in board on firm performance, and firm performance on firm value. Furthermore, this study also found that firm performance is incapable in mediating the indirect influence of woman in board on firm value.

**Keywords:** *Gender Diversity, Woman on Board, Firm Value, Firm Performance*

## PENDAHULUAN

Salah satu indikator *corporate governance* yang sedang berkembang beberapa tahun belakangan adalah *gender diversity* atau keberagaman gender dalam manajemen puncak. Jika dibandingkan dengan keberagaman dari aspek lain, gender menjadi topik yang paling banyak diperbincangkan

dalam literatur (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003).

Keberagaman gender dalam manajemen puncak menjadi hal yang menarik untuk dipelajari berkaitan dengan *corporate governance* di Indonesia karena masih adanya anggapan bahwa laki-laki lebih pantas menduduki jabatan kepemimpinan dalam perusahaan. Berdasarkan survei yang dilakukan oleh Dieleman dan Aishwarya

(2012) dari *National University of Singapore Business School*, di Indonesia, proporsi wanita yang menjabat dalam manajemen puncak hanya 11.6% dengan keterangan 13.1% untuk jabatan dewan direksi dan 9.9% untuk jabatan dewan komisaris. Jika dibandingkan dengan proporsi pria dalam manajemen puncak yaitu sebesar 88.4%, proporsi wanita masih tergolong kecil. Begitu pula yang terjadi di negara-negara maju lainnya di Asia seperti Hong Kong dengan proporsi wanita dalam manajemen puncak sebesar 10.3%, China 8.5%, Singapore 7.3%, dan Jepang 1.1%.

Masih sedikitnya wanita yang ditempatkan di posisi puncak mungkin disebabkan oleh adanya pandangan yang berbeda tentang penyebab kesuksesan yang diraih pria dan wanita. Kesuksesan pria dianggap karena kemampuan yang tinggi (dalam hal talenta atau kecerdasan), sedangkan kesuksesan wanita dianggap lebih disebabkan oleh faktor keberuntungan (Deaux dan Ernswiller dalam Crawford 2006). Padahal sudah banyak studi dan penelitian yang membuktikan bahwa wanita memiliki potensi yang baik untuk menjadi pemimpin. Penelitian yang dilakukan Adams dan Ferreira (2009) mendapatkan hasil bahwa keberagaman gender dapat membantu meningkatkan penerapan *corporate governance* dalam perusahaan. Wanita lebih banyak berpartisipasi dalam *decision making* dibandingkan pria karena memiliki tingkat kehadiran yang lebih tinggi. Kehadiran merupakan hal yang penting dalam perspektif *corporate governance* karena melalui rapat, dewan bisa mendapatkan informasi penting mengenai perusahaan. Wanita juga cenderung lebih aktif dalam hal monitoring sehingga mampu memperkecil *agency problem*.

Tentu saja hal ini akan berdampak pada nilai perusahaan karena investor dewasa ini lebih memilih perusahaan yang menerapkan *good corporate governance*. Survey yang dilakukan McKinsey and co (2002) memperlihatkan bahwa mayoritas investor di Asia, Amerika Utara, Amerika Latin, Eropa Barat dan Eropa Timur lebih memilih perusahaan yang menerapkan *corporate governance* dan berani membayar lebih mahal untuk perusahaan-perusahaan tersebut. Di Indonesia, investor berani membayar 27% lebih mahal saham perusahaan yang menerapkan *corporate governance* yang baik.

Dilihat dari sisi lain, Campbell dan Vera (2008) mengatakan bahwa keberagaman

gender dapat meningkatkan nilai perusahaan karena meningkatnya kemampuan memecahkan masalah karena terdiri dari berbagai persepektif. Apa yang kaum wanita atau minoritas kontribusikan ke manajemen puncak adalah perspektif-perspektif yang belum pernah dimiliki oleh perusahaan sebelumnya. Perspektif-perspektif tersebut merupakan penambahan nilai yang baik, dan seringkali tidak dimiliki oleh manajemen puncak yang hanya diduduki oleh pria. Perspektif yang lebih luas juga memungkinkan perusahaan untuk lebih memahami kompleksitas lingkungan bisnis yang berujung pada peningkatan kemampuan membuat keputusan. Argumen-argumen ini juga disertai beberapa penelitian yang berhasil membuktikan bahwa *gender diversity* dalam dewan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Carter, Simkins, & Simpson, 2003; Campbell & Vera, 2008).

Keberadaan wanita sebagai minoritas dalam manajemen puncak dianggap "*tough*" karena mereka harus menghadapi tantangan-tantangan dalam hal mempertahankan kedudukannya di dalam lingkungan kerja yang didominasi oleh pria. Usaha dalam mempertahankan kedudukan inilah yang menjadi pemicu dari kinerja wanita sehingga mampu berdampak positif kepada seluruh aspek perusahaan, salah satunya adalah kinerja keuangan perusahaan (Krishnan and Park, 2005). Penelitian yang dilakukan oleh Ernst dan Young (2010) mengemukakan bahwa kelompok dengan keberagaman yang lebih besar cenderung memiliki kinerja yang lebih baik daripada grup yang homogen. Sejalan dengan hal tersebut, Catalyst (2004) mengatakan grup yang bervariasi, ketika dikelola dengan baik akan menghasilkan keputusan bisnis yang lebih inovatif daripada grup yang homogen. Mereka menemukan bahwa perusahaan dengan representasi wanita yang tinggi dalam manajemen puncak menghasilkan kinerja yang lebih baik daripada perusahaan dengan representasi wanita yang rendah. Argumen-argumen ini juga disertai beberapa penelitian yang berhasil membuktikan bahwa *gender diversity* dalam dewan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan (Erhardt et al., 2003; Francoeur et al., 2008).

Kinerja perusahaan juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Ulupui (2007); Alghifari, Triharjono, & Juhaeni, 2013). Kinerja merupakan salah satu faktor yang dilihat oleh

calon investor untuk menentukan investasi saham. Menjaga dan meningkatkan kinerja perusahaan adalah salah satu keharusan agar saham tersebut tetap eksis dan tetap diminati oleh investor. Menurut *signalling theory* (Spence, 1973), apabila laba yang dilaporkan oleh perusahaan meningkat, maka informasi tersebut dapat dikategorikan sebagai sinyal baik karena mengindikasikan kondisi perusahaan yang baik sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Untuk merangkum latar belakang diatas, maka dapat dikatakan bahwa wanita mampu menjadi pemimpin dalam perusahaan karena memiliki karakteristik-karakteristik yang tidak dimiliki oleh pria. Selain itu, keberadaan wanita dalam manajemen puncak memberikan perspektif-perspektif baru yang tidak dilihat oleh manajemen puncak yang hanya diduduki oleh pria. Hal ini tentu saja akan berdampak positif terhadap seluruh aspek-aspek perusahaan terutama kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan dapat dilihat sebagai barometer dari kesuksesan perusahaan sehingga menjadi patokan bagi investor untuk menginvestasikan dananya. Tingginya kinerja perusahaan akan mendorong harga saham perusahaan tersebut sehingga memberikan sinyal positif kepada investor. Sebagai representasi dari nilai perusahaan, kenaikan harga saham menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga ikut meningkat. Sehingga dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan merupakan faktor yang menentukan nilai perusahaan yang dicerminkan melalui harga saham (Sudiyatno, Puspitasari, & Kartika, 2012).

Telah banyak penelitian yang membahas pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan tetapi masih sedikit penelitian yang membahas isu gender sebagai bagian dari *corporate governance* tersebut. Selain itu, peneliti belum menemukan adanya penelitian yang meneliti pengaruh wanita terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan kinerja perusahaan dalam hubungan tersebut. Oleh sebab itu, peneliti tertarik untuk meneliti lebih lanjut mengenai hal ini dengan judul penelitian: "Pengaruh Wanita Dewan Direksi Terhadap *Firm Value* dengan *Firm Performance* Sebagai Variabel Intervening".

### ***Agency Theory***

Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak untuk kepentingan mereka

sendiri. Teori agensi pertama kali diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Mereka mengatakan bahwa hubungan keagenan timbul karena adanya kontrak antara satu atau beberapa orang (*the principals*) dengan melibatkan orang lain (*the agents*) untuk melakukan pekerjaan yang mengatasnamakan *principal*, yang mengharuskan adanya pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan kepada *agent*. *Principal* merupakan pemegang saham atau pemilik perusahaan, sedangkan *agent* merupakan manajemen atau pengelola perusahaan. Dalam kontrak tersebut, pemegang saham memberikan wewenang kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan termasuk dalam pengambilan keputusan. Akan tetapi, salah satu elemen kunci dari teori agensi adalah *principal* dan *agent* memiliki preferensi atau tujuan yang berbeda. Hal ini berarti tidak ada jaminan bahwa manajemen perusahaan mengutamakan kepentingan pemilik perusahaan (Anthony & Govindarajan, 2005).

Untuk mengurangi adanya konflik kepentingan antara para *managers* dan *stakeholders*, dibutuhkan *corporate governance* sebagai mekanisme yang membantu menyatukan kepentingan antara kedua pihak (Walsh & Seward, 1990). Sebuah *corporate governance* yang efektif dapat meminimalkan *agency problem* sekaligus *agency cost*. Perusahaan dengan level *corporate governance* yang tinggi seharusnya dapat menghindari konflik kepentingan dibandingkan dengan perusahaan yang level *corporate governance*nya masih rendah (Jaradat, 2015).

### ***Corporate Governance***

*Forum for Corporate Governance in Indonesia* (2001) mempergunakan definisi *Cadbury Committee* dalam mendefinisikan *corporate governance*, yaitu seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Disamping itu, FCGI juga menjelaskan bahwa tujuan dari *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan.

Kousalya, Revathi, dan Mohan (2013) mengungkapkan bahwa *corporate governance* mengacu pada sistem, prinsip-prinsip dan proses di mana sebuah perusahaan diatur. *Corporate governance* menyediakan pedoman

bagaimana mengendalikan dan mengarahkan perusahaan sehingga dapat memenuhi tujuan dan sasaran yang dapat menambah nilai perusahaan dan dapat bermanfaat untuk seluruh stakeholder dalam jangka panjang. Stakeholder dalam hal ini, termasuk semua pihak dari dewan direksi, manajemen, pemegang saham, karyawan dan masyarakat.

### **Gender Diversity**

*Gender diversity* adalah variasi gender dalam komposisi manajemen puncak (Campbell dan Vera, 2008). Masih sedikitnya wanita yang ditempatkan di posisi puncak mungkin disebabkan oleh adanya pandangan yang berbeda tentang penyebab kesuksesan yang diraih pria dan wanita. Kesuksesan pria dianggap karena kemampuan yang tinggi (dalam hal talenta atau kecerdasan), sedangkan kesuksesan wanita dianggap lebih disebabkan oleh faktor keberuntungan (Deaux dan Ernswiller dalam Crawford 2006).

Namun, dalam beberapa tahun terakhir, isu gender menjadi sorotan dalam kaitannya dengan *corporate governance* karena banyaknya bukti-bukti yang mendukung bahwa semakin beragam manajemen puncak maka memberikan sudut pandang yang semakin bervariasi, serta lebih baik dalam menjalankan tugas dan tanggung jawab baik dalam menjalankan perusahaan maupun pengawasan (*Centre for Governance, Institutions & Organisations*, 2012). Keberagaman gender juga mampu memberikan keuntungan kepada organisasi karena sifat kognitif tertentu yang dimiliki oleh wanita (Krishnan & Park, 2005). Sifat kognitif ini akan berdampak pada peningkatan *organizational values* dan *harmony* (Hurst et al., 1989), peningkatan proses penyelesaian konflik, serta gaya kepemimpinan dalam perusahaan yang lebih demokratis. Hal ini berarti terdapat komunikasi yang baik antara pemimpin dengan bawahan dalam hal pemecahan masalah dan pembuatan keputusan (Merchant, 2012). Selain itu, Smith et al. (2006) juga mengatakan bahwa *gender diversity* dapat meningkatkan keunggulan kompetitif perusahaan karena berpengaruh positif terhadap citra perusahaan. Tetapi di sisi lain, *gender diversity* juga dapat mengurangi efektifitas dewan karena meningkatnya perbedaan dan menghambat kemampuan dewan untuk bertindak (Jacobs dan Acosta, 2002).

Penelitian ini mengukur *gender diversity* dengan mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Campbell dan Vera (2008) yaitu *percentage of women on board*. Namun, karena populasi dari penelitian ini adalah perusahaan di Indonesia yang menerapkan *two tier system*, maka

pengukuran *gender diversity* dibagi menjadi dua indikator mengikuti konteks Indonesia yaitu *female representation in board of commissioner* dan *female representation in board of director*.

### **Women in Board of Directors**

*Women in board of directors* adalah perwakilan wanita yang menjabat sebagai dewan direksi. Keberagaman cenderung menghasilkan kreatifitas yang lebih tinggi, inovasi, dan pengambilan keputusan yang berkualitas baik secara individual maupun kelompok sehingga karakteristik ini sangat krusial dalam level dewan direksi (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003). Namun, wanita lebih bersifat monitoring dan *risk averse* sehingga lebih ketat dalam pengambilan keputusan (Jianakoplos & Bernasek, 1998). Hal ini akan berdampak negatif pada kinerja perusahaan mengingat dalam lingkungan bisnis yang semakin kompetitif, kemampuan untuk bereaksi cepat terhadap perubahan pasar dibutuhkan (Williams & O'Reilly, 1998). Selain itu, sebagian besar perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Indonesia Stock Exchange merupakan perusahaan keluarga sehingga adanya wanita yang menjabat sebagai dewan direksi dapat disebabkan oleh ikatan keluarga, bukan karena keahlian profesional dan pengalaman dari orang tersebut (Mak and Kusnadi, 2005; Westhead and Cowling, 1998). Hal ini tentu saja dapat berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan sehingga juga akan menurunkan nilai perusahaan.

Dalam menghitung kinerja keuangan perusahaan, peneliti mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Darmadi (2013) yaitu menggunakan *Return on Asset (ROA)*. Pemilihan ROA sebagai proksi untuk profitabilitas perusahaan karena ROA digunakan untuk mengukur kemampuan keseluruhan penggunaan dana yang tertanam dalam aktiva yang digunakan dalam operasi dengan tujuan menghasilkan keuntungan. Rasio ini menghubungkan manfaat dari operasi perusahaan dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan tersebut (Soedaryono, Murtanto, & Prihartini, 2012).

### **Firm Value**

Menurut Maurice dan Charles (1999), nilai perusahaan adalah harga dimana perusahaan dapat dijual, atau sama dengan *present value* dari profit di masa depan. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini, namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Penelitian ini menggunakan *Tobin's Q* dalam mengukur nilai perusahaan. *Tobin's Q* didefinisikan sebagai ukuran yang mencerminkan penilaian pasar terhadap aset perusahaan terhadap nilai buku, dan seringkali digunakan sebagai proksi untuk melihat peluang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang (King & Santor, 2008). Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik karena dalam *Tobin's Q* memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa dan ekuitas perusahaan namun seluruh aset perusahaan. Jadi semakin besar nilai *Tobin's Q* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004).

#### ***Firm Performance***

Kinerja operasional perusahaan yang terbaik dapat dijelaskan melalui kinerja keuangan sehingga kinerja perusahaan biasa disebut dengan *financial performance* (Combs et al., 2005). *Financial performance* atau kinerja keuangan merupakan ukuran keberhasilan kinerja perusahaan yang menjelaskan tentang kinerja selama periode waktu tertentu (Al-Matari et al., 2014). Kinerja keuangan perusahaan penting bagi stakeholder dan shareholder karena digunakan sebagai indikator penilaian bisnis, dasar pada pembagian dividen serta penarik calon-calon investor (Muller, 2014). Pada pasar modal, para investor menilai tingkat kinerja keuangan perusahaan melalui laba. Laba yang dilaporkan digunakan oleh manajemen untuk memberi sinyal kepada investor mengenai kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan investasi (Aljifri dan Moustafa, 2007).

Menurut Gitman (2009), rasio keuangan dapat dikelompokkan menjadi 5 (lima) jenis yaitu rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, rasio *leverage*, dan rasio pasar. Rasio yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan adalah rasio profitabilitas. Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur mengenai seberapa efisien perusahaan dalam menggunakan asetnya dan seberapa efisien pula perusahaan dalam menjalankan operasional perusahaannya, serta berfokus kepada *net income* (Ross, Westerfield, & Stephen, 2005). Dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa, rasio profitabilitas bertujuan untuk mengukur efisiensi

aktivitas perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk membuat keuntungan.

Dalam menghitung kinerja keuangan perusahaan, peneliti mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Darmadi (2013) yaitu menggunakan *Return on Asset* (ROA). Pemilihan ROA sebagai proksi untuk profitabilitas perusahaan karena ROA digunakan untuk mengukur kemampuan keseluruhan penggunaan dana yang tertanam dalam aktiva yang digunakan dalam operasi dengan tujuan menghasilkan keuntungan. Rasio ini menghubungkan manfaat dari operasi perusahaan dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan tersebut (Soedaryono, Murtanto, & Prihartini, 2012).

#### ***Pengaruh Women in Board of Directors terhadap Firm Value***

Keberadaan wanita dalam dewan direksi dipercaya dapat mempengaruhi nilai perusahaan, baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang (Robinson & Dechant, 1997). Penelitian yang dilakukan Adams dan Ferreira (2009) mendapatkan hasil bahwa keberagaman gender dapat membantu meningkatkan penerapan *corporate governance* dalam perusahaan. Wanita lebih banyak berpartisipasi dalam *decision making* dibandingkan pria karena memiliki tingkat kehadiran yang lebih tinggi. Kehadiran merupakan hal yang penting dalam perspektif *corporate governance* karena melalui rapat, dewan bisa mendapatkan informasi penting mengenai perusahaan. Survey yang dilakukan McKinsey and co (2002) memperlihatkan bahwa mayoritas investor di Asia, Amerika Utara, Amerika Latin, Eropa Barat dan Eropa Timur lebih memilih perusahaan yang menerapkan *corporate governance*. Karena itu, apabila dengan keberadaan wanita perusahaan dapat menerapkan *corporate governance* dengan baik, maka akan meningkatkan nilai perusahaannya.

Carter et al. (2003) dan Campbell dan Vera (2008) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki dua orang atau lebih wanita dalam anggota dewan, memiliki nilai perusahaan (yang diproksikan dengan rasio *Tobin's Q*) lebih tinggi daripada perusahaan dengan jumlah wanita dalam anggota dewan kurang dari dua orang. Hal ini dikarenakan keberagaman dapat meningkatkan kemampuan memecahkan masalah karena terdiri dari berbagai persepektif. Dengan adanya keberagaman maka dewan akan memiliki perspektif yang lebih luas sehingga dapat lebih memahami kompleksitas lingkungan bisnis yang berujung pada peningkatan kemampuan membuat keputusan. Atas dasar penelitian-

penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

**H1: *Women in Board of Directors* berpengaruh positif terhadap *Firm Value***

**Pengaruh *Women in Board of Directors* terhadap *Firm Performance***

Dewan direksi umumnya orang yang paling berpengaruh dalam menentukan strategi, arah, dan keputusan dalam perusahaan (Finkelstein & Hambrick, 1996). Keberagaman cenderung menghasilkan kreatifitas yang lebih tinggi, inovasi, dan pengambilan keputusan yang berkualitas baik secara individual maupun kelompok sehingga karakteristik ini sangat krusial dalam level dewan direksi (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003). Dengan adanya keberagaman dapat membantu dewan direksi berpikir dengan lebih luas dan dari berbagai perspektif sehingga lebih efektif dalam menangani masalah keberagaman dalam tenaga kerja dan produk pasar yang merupakan salah satu *competitive advantage* perusahaan. Apabila perusahaan berhasil meningkatkan keunggulan kompetitifnya maka akan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan (Bilimoria & Wheeler, 2000).

Catalyst (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan representasi wanita yang tinggi dalam manajemen puncak menghasilkan kinerja yang lebih baik daripada perusahaan dengan representasi wanita yang rendah. Franceour et al. (2008), Erhardt et al. (2003), dan Krishnan dan Park (2005) juga menemukan hal yang sama. Atas dasar penelitian-penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

**H2: *Women in Board of Directors* berpengaruh positif terhadap *Firm Value***

Kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Kinerja perusahaan dapat dilihat sebagai barometer dari kesuksesan perusahaan sehingga menjadi patokan bagi investor untuk menginvestasikan dananya. Tingginya kinerja perusahaan akan mendorong harga saham perusahaan tersebut sehingga memberikan sinyal positif kepada investor. Sebagai representasi dari nilai perusahaan, kenaikan harga saham menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga ikut meningkat. Sehingga dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan merupakan faktor yang menentukan nilai perusahaan yang dicerminkan melalui harga saham (Sudiyatno, Puspitasari, & Kartika, 2012). Menurut *signalling theory* (Spence, 1973), apabila laba

yang dilaporkan oleh perusahaan meningkat, maka informasi tersebut dapat dikategorikan sebagai sinyal baik karena mengindikasikan kondisi perusahaan yang baik sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Alghifari et al. (2013), dan Ulupui (2007) membuktikan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA mampu mempengaruhi nilai perusahaan. Atas dasar penelitian-penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

**H3: *Firm Performance* berpengaruh positif terhadap *Firm Value***

## METODE PENELITIAN

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *women in board of directors* dengan variabel dependen *firm value* dan variabel intervening *firm performance*. Berikut ini adalah definisi operasional dari masing-masing variabel diatas:

1. *Women in Board of Directors (WBOD)*

*Women in board of directors* adalah perwakilan wanita yang menjabat sebagai dewan direksi. Dalam penelitian ini, pengukuran *women in board of director* mengikuti pengukuran dalam penelitian yang dilakukan Darmadi (2013) yaitu dengan menggunakan skala rasio melalui persentasi jumlah anggota dewan direksi wanita dibagi total jumlah anggota dewan direksi.

2. *Firm Value*

Menurut Maurice dan Charles (1999), nilai perusahaan adalah harga dimana perusahaan dapat dijual, atau sama dengan present value dari profit di masa depan. Penelitian ini mengukur nilai perusahaan dengan menggunakan Tobin's Q (Chung & Pruitt, 1994). Rumus Tobin's Q adalah sebagai berikut.

$$TQ =$$

Keterangan:

TQ = Tobin's Q

MVE = Market Value Equity (Harga penutupan saham diakhir tahun buku X jumlah saham biasa beredar)

PS = Preferred Stock

TA = Nilai buku total aktiva

Debt = Hutang Jangka Pendek

Apabila nilai Tobin's Q > 1, maka membuktikan bahwa saham berada dalam kondisi overvalued, manajemen berhasil

dalam mengelola aktiva perusahaan, sehingga pertumbuhan investasi tinggi. Apabila nilai Tobin's Q = 1, maka membuktikan bahwa saham berada dalam kondisi average, manajemen stagnan dalam mengelola aktiva perusahaan, sehingga potensi investasi tidak berkembang. Apabila nilai Tobin's Q < 1, maka membuktikan bahwa saham berada dalam kondisi undervalued, manajemen telah gagal mengelola aktiva perusahaan, sehingga potensi pertumbuhan rendah (Berzkalne dan Zelgalve, 2013).

3. Firm Performance

Firm Performance yang terbaik dapat dijelaskan melalui kinerja keuangan sehingga kinerja perusahaan biasa disebut dengan financial performance (Combs et al., 2005). Firm Financial performance atau kinerja keuangan merupakan ukuran keberhasilan kinerja perusahaan yang menjelaskan tentang kinerja selama periode waktu tertentu (Al-Matari et al., 2014).

Dalam menghitung kinerja keuangan perusahaan, peneliti mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Darmadi (2013) yaitu menggunakan Return on Asset (ROA). Adapun rumus dari ROA adalah sebagai berikut:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{\dots}$$

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif. Data diperoleh dari hasil dokumentasi. Untuk women in board of directors diperoleh dari annual report di website IDX, sedangkan data untuk menghitung tobin's q dan ROA diperoleh dari Bloomberg.

Sampel dipilih dengan menggunakan metode purposive sampling, yaitu sebagai berikut : 1) Merupakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). 2) Perusahaan dari sektor perdagangan dan barang konsumsi. 3) Melakukan Initial Public Offering (IPO) sebelum tahun 2012. 4) Laporan keuangan harus dalam satuan rupiah Indonesia. 5) Data laporan keuangan harus lengkap.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan Partial Least Square (PLS) untuk menguji pengaruh wanita dalam dewan direksi terhadap nilai perusahaan

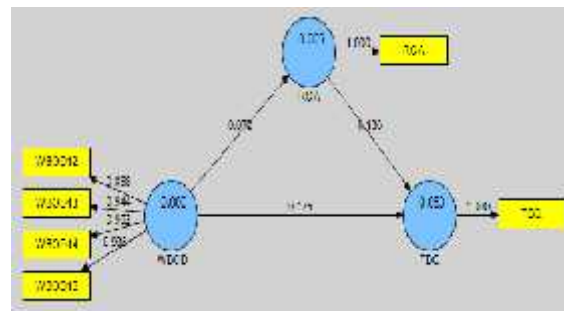
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Women in Directors	240	.00	.67	.129	.174
TobinsQ	240	.09	18.06	2.165	2.967
ROA	240	-0.523	2.632	0.016	1.044
Valid N(listwise)	240				

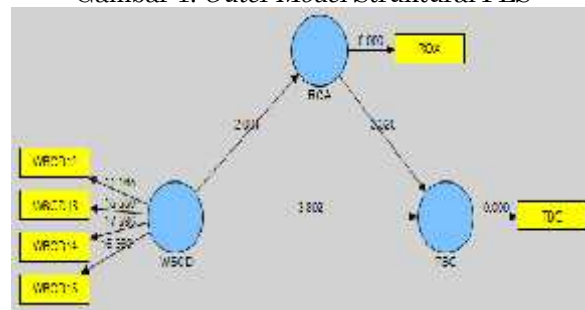
dengan kinerja perusahaan sebagai variabel intervening. Berikut statistik dari penelitian ini:

Tabel 1. Statistik Deskriptif Penelitian

Analisa Partial Least Square



Gambar 1. Outer Model/Struktural PLS



Gambar 2. Inner Model/Struktural PLS

Evaluasi Outer Model (Model Pengukuran)

1. Convergent Validity

Suatu indikator dikatakan memenuhi convergent validity jika memiliki nilai outer loading ≥ 0,5. Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai outer loading untuk masing-masing indikator pada variabel penelitian semuanya memiliki nilai lebih dari 0.500. Hal ini berarti indikator-indikator yang digunakan dalam penelitian ini sudah memenuhi convergent validity.

Tabel 2. Nilai *Outer Loading*2. *Discriminant Validity*

Suatu indikator dikatakan memenuhi *discriminant validity* jika nilai *cross loading* indikator terhadap variabelnya adalah yang terbesar dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya. Berdasarkan tabel 3 diketahui nilai *cross loading* semua indikator yang menyusun masing-masing variabel dalam penelitian ini telah memenuhi *discriminant validity* karena memiliki nilai *cross loading* terbesar untuk variabel yang dibentuknya dan tidak pada variabel yang lain.

Tabel 3. Nilai *cross loading*

	ROA	TBQ	WBOD
ROA	1	0.148977	0.07237
TBQ	0.148977	1	0.185246
WBOD12	-0.048858	0.196542	0.857784
WBOD13	-0.054379	0.095896	0.944175
WBOD14	0.141906	0.182382	0.951939

	ROA	TBQ	WBOD
ROA	1		
TBQ		1	
WBOD12			0.857784
WBOD13			0.944175
WBOD14			0.951939
WBOD15			0.935849

	ROA	TBQ	WBOD
WBOD15	0.122253	0.162831	0.935849

3. *Cronbach's Alpha*

Nilai *cronbach's alpha* harus memiliki nilai  $> 0,7$  untuk dapat dikatakan *reliable*. Berdasarkan tabel 4 diatas dapat dilihat bahwa nilai *cronbach's alpha* untuk masing-masing indikator pada variabel penelitian semuanya memiliki nilai lebih dari 0,700. Hal ini berarti indikator-indikator tersebut yang digunakan dalam penelitian ini sudah memenuhi *cronbach's alpha* dan dapat dikatakan *reliable*.

Tabel 4. Nilai *Cronbach's Alpha*

	Cronbachs Alpha
ROA	1
TBQ	1
WBOD	0.943404

4. *Composite Reliability*

Suatu konstruk atau variabel dikatakan memenuhi *composite reliability* jika memiliki nilai *composite reliability*  $\geq 0,700$ . Tabel 5 dibawah menunjukkan bahwa nilai *composite reliability* dari setiap variabel penelitian memiliki nilai lebih dari 0,700. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa masing-masing variabel telah memenuhi *composite reliability*.

Tabel 5. Nilai *Composite Reliability*

	Composite Reliability
ROA	1
TBQ	1
WBOD	0.958413

**Evaluasi *Inner Model* (Model Struktural)**

## 1. Nilai R-square

Nilai R-square digunakan untuk mengukur tingkat variasi perubahan *independent variable* terhadap *dependent variable*. Semakin tinggi nilai R-Square berarti semakin baik model prediksi.

Tabel 6. Nilai R-Square

	R Square
ROA	0.005237
TBQ	0.052792
WBOD	

Dari tabel 6 diatas diketahui nilai R-Square untuk ROA adalah sebesar 0,005 memiliki arti bahwa presentase besarnya pengaruh *women in board of directors* terhadap *firm value* sebesar 0.5% sedangkan sisanya yaitu sebesar 99.5% dijelaskan oleh variabel lain.

Nilai R-Square untuk *tobin's q* adalah sebesar 0,052 memiliki arti bahwa presentase besarnya pengaruh *women in board of directors* dan *firm performance* terhadap *firm value* adalah sebesar 5.2% sedangkan sisanya yaitu sebesar 94.8% dijelaskan oleh variabel lain.

Pada model PLS, penilaian *goodness of fit* diketahui dari nilai  $Q^2$ . Nilai  $Q^2$  memiliki arti yang sama dengan koefisien determinasi (R-Square) pada analisis regresi, dimana semakin tinggi R-Square, maka model dapat dikatakan semakin fit dengan data. Dari Tabel 4.8 dapat dihitung nilai  $Q^2$  sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Nilai } Q^2 &= 1 - (1 - 0,005) \times (1 - 0,052) \\ &= 0.05674 \end{aligned}$$



Dari hasil perhitungan diketahui nilai  $Q^2$  sebesar 0,05674, artinya besarnya keragaman dari data penelitian yang dapat dijelaskan oleh model struktural yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebesar 5.674%.

## 2. Pengujian Hipotesis dengan *Inner Weight*

Hipotesis penelitian dapat diterima jika nilai  $t$  hitung ( $t$ -statistic)  $\geq t$  tabel pada tingkat kesalahan ( ) 5% yaitu 1,96.

Tabel 7. Hasil Nilai Koefisien Path dan  $t$ -hitung

Berdasarkan tabel 7 nilai koefisien path pengaruh *women in board of directors* terhadap *firm value* adalah 0.175 dengan  $t$  hitung 3.802 yang lebih besar dari  $t$  tabel. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *women in board of directors* terhadap *firm value*.

Pengaruh *women in board of directors* terhadap *firm performance* adalah 0.072 dengan  $t$  hitung 2 yang lebih besar dari  $t$  tabel. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *women in board of directors* terhadap *firm performance*.

Pengaruh *firm performance* terhadap *firm value* adalah 0.136 dengan  $t$  hitung 3.319 yang lebih besar dari  $t$  tabel. Hal tersebut menunjukkan

	Path Koefisien	T Statistics	Keterangan
WBOD -> TBQ	0.175383	3.80228	Diterima
WBOD -> ROA	0.07237	2.000662	Diterima
ROA -> TBQ	0.136285	3.319979	Diterima

bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *firm performance* terhadap *firm value*.

Tabel 8. *Direct dan Indirect Effect*

Tabel 8 diatas menunjukkan bahwa diantara variabel *women in board of directors* dan *firm performance*, *women in board of directors* memberi pengaruh yang lebih besar terhadap *firm value*. Hal ini tampak pada *direct effect firm performance* terhadap *firm value* sebesar 0.136 yang lebih kecil bila dibandingkan dengan *direct effect board size* terhadap *firm value* sebesar 0.175. Selain itu pengaruh tidak langsung antara *women in board of directors* dan *firm value* memiliki hasil yang lebih kecil dibandingkan dengan hubungan langsung antara *women in board of directors* dan *firm value*.

## KESIMPULAN

Penelitian ini menguji hubungan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan gender sebagai salah satu indikator *corporate governance*. Hasil penelitian yang didapatkan menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *women in board of directors* terhadap *firm value* sehingga H1 diterima. Jadi semakin tinggi proporsi wanita dalam dewan direksi maka akan menaikkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Adams dan Ferreira (2009) mendapatkan hasil bahwa keberagaman gender dapat membantu meningkatkan penerapan *corporate governance* dalam perusahaan. Wanita lebih banyak berpartisipasi dalam *decision making* dibandingkan pria karena memiliki tingkat kehadiran yang lebih tinggi. Kehadiran merupakan hal yang penting dalam perspektif *corporate governance* karena melalui rapat, dewan bisa mendapatkan informasi penting mengenai perusahaan. Survey yang dilakukan McKinsey and co (2002) memperlihatkan bahwa mayoritas investor di Asia, Amerika Utara, Amerika Latin, Eropa Barat dan Eropa Timur lebih memilih perusahaan yang menerapkan *corporate governance*. Karena itu, apabila dengan keberadaan wanita perusahaan dapat menerapkan *corporate governance* dengan baik, maka akan meningkatkan nilai perusahaannya. Carter et al. (2003) dan Campbell dan Vera (2008) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki dua orang atau lebih wanita dalam anggota dewan, memiliki nilai perusahaan (yang diprosikan dengan rasio *Tobin's Q*) lebih tinggi daripada perusahaan dengan jumlah wanita dalam anggota dewan kurang dari dua orang. Hal ini dikarenakan keberagaman dapat meningkatkan kemampuan memecahkan masalah karena terdiri dari berbagai persepektif. Dengan

Pengaruh	Direct Effect	Indirect Effect
WBOD -> TBQ	0.175383	-
WBOD -> ROA	0.07237	-
ROA -> TBQ	0.136285	-
WBOD terhadap TBQ melalui ROA	-	0.07237 x 0.136285 = 0.00986

adanya keberagaman maka dewan akan memiliki perspektif yang lebih luas sehingga dapat lebih memahami kompleksitas

lingkungan bisnis yang berujung pada peningkatan kemampuan membuat keputusan.

Hasil penelitian juga menyimpulkan bahwa hipotesis H2 diterima. Terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *women in board of directors* terhadap *firm performance*. Jadi semakin tinggi proporsi wanita dalam dewan direksi maka akan menaikkan kinerja perusahaan. Dewan direksi umumnya orang yang paling berpengaruh dalam menentukan strategi, arah, dan keputusan dalam perusahaan (Finkelstein & Hambrick, 1996). Keberagaman cenderung menghasilkan kreatifitas yang lebih tinggi, inovasi, dan pengambilan keputusan yang berkualitas baik secara individual maupun kelompok sehingga karakteristik ini sangat krusial dalam level dewan direksi (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003). Dengan adanya keberagaman dapat membantu dewan direksi berpikir dengan lebih luas dan dari berbagai perspektif sehingga lebih efektif dalam menangani masalah keberagaman dalam tenaga kerja dan produk pasar yang merupakan salah satu *competitive advantage* perusahaan. Apabila perusahaan berhasil meningkatkan keunggulan kompetitifnya maka akan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan (Bilimoria & Wheeler, 2000). Catalyst (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan representasi wanita yang tinggi dalam manajemen puncak menghasilkan kinerja yang lebih baik daripada perusahaan dengan representasi wanita yang rendah. Franceour et al. (2008), Erhardt et al. (2003), dan Krishnan dan Park (2005) juga menemukan hal yang sama. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa hipotesis H3 diterima. Terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *firm performance* terhadap *firm value*. Jadi semakin tinggi kinerja perusahaan maka akan memberikan sinyal positif ke investor sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Adi et al., 2013). Kinerja perusahaan dapat dilihat sebagai barometer dari kesuksesan perusahaan sehingga menjadi patokan bagi investor untuk menginvestasikan dananya. Tingginya kinerja perusahaan akan mendorong harga saham perusahaan tersebut sehingga memberikan sinyal positif kepada investor. Sebagai representasi dari nilai perusahaan, kenaikan harga saham menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga ikut meningkat. Sehingga dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan merupakan faktor yang

menentukan nilai perusahaan yang dicerminkan melalui harga saham (Sudiyatno, Puspitasari, & Kartika, 2012). Menurut *signalling theory* (Spence, 1973), apabila laba yang dilaporkan oleh perusahaan meningkat, maka informasi tersebut dapat dikategorikan sebagai sinyal baik karena mengindikasikan kondisi perusahaan yang baik sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian-penelitian yang mendukung hasil ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Alghifari et al. (2013), dan Ulupui (2007).

## SARAN

Adapun saran yang diberikan setelah melakukan analisa terhadap hasil penelitian adalah dapat menjadi pertimbangan perusahaan untuk lebih memperhatikan masalah gender dalam komposisi manajemen puncak. Penelitian ini membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif antara *women in board of directors* terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan. Isu gender bukan lagi dikarenakan moralitas yang menjunjung adanya perlakuan yang sama antara pria dan wanita. Namun dikarenakan wanita terbukti mampu menjadi pemimpin dalam perusahaan.

## KETERBATASAN PENELITIAN

Berikut merupakan keterbatasan yang dimiliki dalam penelitian ini: (1) Keterbatasan dalam hal sampel penelitian sehingga hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan untuk semua sektor. Studi di masa depan dapat menggunakan sampel yang lebih luas serta memperpanjang periode pengamatan sehingga jumlah sampel penelitian juga lebih banyak. (2) Indikator yang digunakan untuk *Gender Diversity* hanya *women in board of directors*. Pada penelitian-penelitian selanjutnya dapat menggunakan indikator lain seperti *women in board of commissioners* dan *women in audit committee*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in The Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The measurements of firm performance's dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 24-49.
- Alghifari, E. S., Triharjono, S., & Juhaeni Y. S. (2013). Effect of Return on Assets (ROA) Against Tobin's Q: Studies in Food and Beverage Company in Indonesia Stock Exchange Years 2007-2011. *International Journal of Science and Research*, 2(1),

- 722-725.
- Aljifri, K., & Moustafa, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on the performance of UAE firms: an empirical analysis. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 71-93.
- Anthony, Robert N. & Govindarajan, V. (2005). *Manajemen Control System*. Salemba Empat, Jakarta.
- Berkzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Intellectual Capital and Company Value. *Social and Behavioral Sciences*, 887-896.
- Bilimoria, D., & Wheeler, J. (2000). Women Corporate Directors: Current Research and Future Directions. *Women in Management: Current Issues*, 2, 138-163.
- Campbell, K., & Vera A. M. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38, 33-53.
- Catalyst. (2004). The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity. Available at: <http://catalyst.org/files/full/financialperformancereport.pdf>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Combs, J. G., Crook, T. R., & Shook, C. L. (2005). The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research. *Research methodology in strategy and management*, 2(05), 259-286.
- Dieleman, M., & Aishwarya, M. (2012). Indonesia Boardroom Diversity Report 2012: Female Footprints in IDX-listed Companies. Available at: <https://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/images/CGIO/Report/Indonesia%20Boardroom%20Diversity%20Report.pdf>
- Erhardt, N., Werbel, J., & Shrader, C. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 102-111.
- Ernst&Young. (2009). Groundbreakers study, diversity an equation for success. <http://www.ey.com/GL/en/Issues/Driving-growth/Groundbreakers-Diversity-an-equation-for-success>.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R.A. (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *The Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). (2001). Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance. *Tata Kelola Perusahaan*, 2(2).
- Gitman, & Lawrence J. (2006). *Principles of Managerial Finance*. 11, Pearson Addison Wesley, Boston.
- Jacobs, C., & Acosta, A. (2002). Gender and Diversity in Times of Change: Staffing Trends and Organizational Changes Strategis in CGIAR. CGIAR Gender and Diversity Program Working Paper, 35, CGIAR Gender and Diversity Program, Washington, DC.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jianakoplos, N. A., & A. Bernasek. (1998). Are Women More Risk Averse?. *Economic Inquiry*, 36, 620-630.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family Values : Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2423-2432.
- Kousalya, P. R., Revathi, D., & Mohan, T. (2013). Corporate Governance Models Around the World. *Global Research Analysis*, 2(3), 117-118.
- Krishnan, H.A. & Park, D. (2005), A few good women – on top management teams, *Journal of Business Research*, 58(12), 1712-1720.
- Mak, Y.T. and Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318.
- Maurice, S. C., & Thomas, C. R. (1999). *Managerial Economics*, Boston: Irwin McGraw-Hill.
- McKinsey & Company (2002). *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. London: McKinsey & Company.
- Merchant, K. (2012). *How Men and Women Differ: Gender Differences in Communication Styles, Influence Tactics, and Leadership Styles*. Senior Thesis, Claremont College.

- Müller, V. O. (2014). Do corporate board compensation characteristics influence the financial performance of listed companies?. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 983-988.
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). Building A Business Case for Diversity. *Academy of Management Executive*, 11(3), 21-31.
- Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 404-413.
- Ross, R. W., Westerfield, J. J., Stephen, A. (2005). *Corporate finance* (7<sup>th</sup> ed.). New York: The McGraw Hill/Irwin.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2,500 Danish Firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Kartika, A. (2012). The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30-40.
- Sukamulja, S. (2004). Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG Terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus di Bursa Efek Jakarta). *BENEFIT*, 8(1), 1-25.
- Tjager, I.N., Djemat, A.A.H.R., & Sembodo, B. (2003). Corporate Governance: Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis Indonesia. *Forum for Corporate Governance Indonesia* (FCGI), PT Prehallindo, Jakarta.
- Vo, D. H., & Nguyen, T. M. (2014). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 6(6), 1-13.
- Walsh, J.P., & Seward, J.K. (1990). On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial and Economics*, 20, 431-460.
- Westhead, P. and Cowling, M. (1998). Family firm research: the need for a methodological rethink. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), 31-56.
- Williams, K., & C. O'Reilly. (1998). Demography and Diversity in Organizations: Forty Years of Diversity Research. *Research in Organizational Behaviour*, 20, 77-140.