

Pengaruh Komposisi Dewan Komisaris terhadap Nilai Perusahaan dengan Leverage Sebagai Variabel Intervening

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

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari Board Composition yang diukur dengan proporsi dewan komisaris independen terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan rumus Tobin's Q yang telah disederhanakan milik Chung dan Pruitt (1994). Penelitian ini juga menggunakan leverage sebagai variabel intervening. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan sektor barang konsumsi (sub-sektor rokok, farmasi, kosmetik dan keperluan rumah tangga, peralatan rumah tangga, beserta makanan dan minuman) dan sektor perdagangan (sub-sektor perdagangan besar dan perdagangan eceran) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010 hingga 2015. Sample dipilih dengan menggunakan metode purposive sampling, dan diperoleh 44 perusahaan yang menjadi sample. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa proporsi dewan komisaris independen berhubungan signifikan positif terhadap nilai perusahaan dan berhubungan signifikan negative terhadap leverage. Hubungan signifikan negative antara leverage terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga menghasilkan bahwa leverage tidak dapat memediasi hubungan antara independent board dan nilai perusahaan.

Kata kunci: Board Composition, Firm Value, Leverage.

ABSTRACT

This research aimed to know the influence of Board Composition as measured by the proportion of independent Board of Commissioners toward the Firm Value as measured by the simplified formula of Tobin's Q by Chung and Pruitt (1994). The study also used leverage as intervening variable. This research used a sample of the consumer goods sector companies (sub-sectors, cigarette, pharmaceuticals, cosmetics and household, household appliances, along with food and drink) and trade sector companies (wholesale and retail sub-sectors) listed in the Indonesia stock exchange in the period of 2010-2015. The samples were selected by using purposive sampling method, and obtained from sample of 44 companies. The results of this study indicated that the proportion of the independent Board of Commissioners had significant positive influence toward firm value and also had significant negative influence toward leverage. There was significant negative influence between leverage toward firm value. This research also showed that leverage could not mediate the relationship between the independent board and firm value.

Keywords: Board Composition, Firm Value, Leverage.

PENDAHULUAN

Tata kelola perusahaan telah menarik perhatian dunia dan menjadi isu penting setelah krisis keuangan Asia Timur pada tahun 1997-1998 yang melanda beberapa negara di Asia Tenggara (Ya'acob, 2015). Ya'acob juga berpendapat hal tersebut diakibatkan karena adanya kelemahan yang serius dalam praktik tata kelola perusahaan seperti struktur keuangan yang lemah, kurangnya

transparansi dan akuntabilitas serta leverage perusahaan yang berlebihan. Husnan (2001) menambahkan tidak adanya akuntabilitas pengelola perusahaan, keterbukaan informasi yang rendah, serta kolusi, korupsi, dan nepotisme mencerminkan praktik governance yang lemah baik di sektor pemerintah maupun swasta.

Di tahun 2001 dan 2002 dunia kembali dikejutkan dengan skandal keuangan akibat lemahnya praktik CG yang ditandai dengan

hancurnya perusahaan besar seperti Enron (UK) dan WorldCom (US). Hal ini kembali menuai sejumlah kritikan dalam perbaikan implementasi good corporate governance (Norwani, Mohamad, Chek 2011). Menanggapi krisis praktik CG tersebut, negara-negara diseluruh dunia menyusun best practice sebagai acuan; Cadbury Report disusun di United Kingdom, Sarbanes Oxley di United States, The Dey Report di Kanada, Vienot Report di Perancis, Olivencia Report di Spanyol, the King's Report di Afrika Selatan, Principles and Guidelines on Corporate Governance di Selandia baru dan Cromme Code di Jerman. Tujuan utama dari regulasi ini adalah untuk memperbaiki lingkungan corporate governance perusahaan (Bhagat & Bolton, 2008). Investor menuntut agar perusahaan mengimplementasikan prinsip corporate governance yang baik dengan tujuan untuk mendapatkan return atas investasi yang lebih tinggi pula dan untuk mengurangi agency cost (Aras and Crowther, 2008). Survei terhadap investor yang dilakukan lembaga riset McKinsey pada tahun 2002 dan 2000 memperlihatkan bahwa corporate governance merupakan hal penting yang sangat diperhatikan oleh para investor institusi internasional dalam membuat keputusan investasi. Bahkan para investor tersebut bersedia membayar lebih (premium) untuk perusahaan yang mereka anggap memiliki governance yang baik. Implementasi mekanisme corporate governance diharapkan dapat mengurangi masalah-masalah yang timbul sebagai akibat dari adanya masalah keagenan (LKDI, 2011).

Isu mengenai Corporate Governance sendiri muncul sejak diperkenalkannya pemisahan antara kepemilikan dan pengelola perusahaan yang disebut dengan masalah agensi (Berle dan Means, 1934). Hubungan "principal-agent" muncul ketika orang yang memiliki perusahaan tidak sama dengan manager yang menjalankan perusahaan tersebut. Tarraf (2010) beranggapan bahwa corporate governance mengatur hubungan antara shareholders dengan managers. Corporate governance yang baik adalah ketika managers memiliki insentif untuk bekerja atas nama shareholders, dan shareholders harus tau harus semua aktivitas yang dilakukan oleh managers. Board of Director merupakan bagian penting dari corporate governance system memiliki peran utama memastikan bahwa manager bertindak sesuai dengan kepentingan shareholders (Fama dan Jensen, 1983). Fama

dan Jensen, 1983 menyatakan bahwa board of directors merupakan salah satu mekanisme internal kontrol yang paling tinggi yang memiliki tanggung jawab untuk melakukan pengawasan terhadap tindakan dari top management. Board of Directors (komisaris) adalah pemonitor utama tindakan manajerial, yang paling penting perannya adalah untuk meneliti keputusan manajerial (Tarus & Ayebei, 2016).

Independensi director di board dapat menjadi faktor penting dari kegiatan board dan memang telah menjadi fokus dari banyak pemegang saham dan regulator, misalnya ketentuan dari Act 2002 Sarbanes-Oxley telah meningkatkan independensi dari Board of Director (Brick dan Chidambaram, 2010). Baysinger dan Butler (1985) mendefinisikan direktur independen sebagai orang-orang yang tidak secara langsung dipekerjakan oleh perusahaan dan yang tidak memiliki ketergantungan psikologis atau ekonomi pada manajemen, misalnya seorang director yang tidak terkait dengan eksekutif senior atau perwakilan perusahaan. Abor dan Biekpe, (2005) berpendapat bahwa keberadaan direktur non-eksekutif dapat menyebabkan keputusan manajemen yang lebih baik dan perusahaan membantu dalam menarik sumber daya yang lebih baik mengingat bahwa anggota dewan eksternal mungkin memiliki pengetahuan yang baik atau informasi yang berguna tentang fasilitas pembiayaan. Conventional wisdom menunjukkan bahwa tingkat board independence yang lebih besar memungkinkan pengawasan yang lebih efektif dan dengan demikian meningkatkan kinerja perusahaan (Coles, Daniel & Naveen, 2004). Studi yang telah dilakukan Kaplan dan Reishus (1990), Byrd dan Hickman (1992), Brickley et al. (1994), dan Beasley (1996) menghasilkan dampak positif dari penunjukan outside independent directors ke dalam board.

Tujuan utama perusahaan menurut theory of the firm adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (value of the firm) (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Husnan (2001) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan

menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Suatu perusahaan dikatakan memiliki nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik dan tercermin dari harga saham yang tinggi (Onasis dan Robin, 2016).

Short et al., (1999) menyatakan selain dana dari pemegang saham, manajer perusahaan juga mengelola dana dari kreditur baik yang berasal dari bondholder, perbankan atau pihak lain. Obradovich dan Gill (2013) meneliti hubungan antara financial leverage terhadap Tobin's Q. Penelitian ini menghasilkan hubungan positif antara leverage dengan nilai perusahaan Amerika. Tingginya rasio aktiva tetap dapat mengindikasikan tingginya operating leverage. Dengan memiliki operating leverage yang tinggi maka perusahaan dapat me-leverage profitabilitas yang akan meningkatkan market value perusahaan. Sementara itu, Primadanti dan Eko (2013) meneliti hubungan leverage dengan Tobin's Q di Indonesia dan menemukan bahwa leverage berpengaruh signifikan negative terhadap Tobin's Q.

Agency Theory

Masalah keagenan muncul karena ketidakmungkinan sistem kontrak yang sempurna atas setiap tindakan yang dilakukan agen yang keputusannya dapat mempengaruhi kesejahteraan sendiri dan kesejahteraan principal (Colgan, 2001). Jensen dan Meckling, 1976 dalam karyanya menegaskan agency relationship sebagai kontrak antara pemegang saham (principal) dan management (agent). Dimana principal mendelegasikan sebagian wewenang kepada agent. Hubungan kontrak adalah inti dari perusahaan, tidak hanya dengan karyawan tetapi dengan pemasok, pelanggan, kreditor, dan sebagainya. Karena agent memiliki kepentingan dan tujuan sendiri yang berbeda dari tujuan principal, maka terdapat alasan kuat bahwa agent tidak akan selalu bertindak sesuai dengan kehendak principal.

Larcker dan Tayan (2011) mendefinisikan corporate governance sebagai kumpulan dari mekanisme control yang digunakan perusahaan untuk mencegah atau menghalangi potensi self-interest manager yang dapat merugikan kesejahteraan pemegang saham. Corporate governance merupakan mekanisme yang digunakan untuk mengurangi agency problem dengan

meningkatkan pemantauan terhadap tindakan manajemen, membatasi perilaku oportunistik manajer, dan mengurangi risiko informasi yang ditanggung oleh pemegang saham (Siregar, n.d).

Pengertian Good Corporate Governance (GCG)

Isu corporate governance muncul sejak diperkenalkannya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan (Jil dan Solomon, 2004). Tricker, 1994 dalam Ryan, 2000, mendefinisikan corporate governance sebagai sebuah istilah umum yang mencakup isu-isu spesifik dari interaksi antara manajemen senior, pemegang saham, dewan direksi, dan para pemangku kepentingan perusahaan lainnya. Cadbury Committee, 1992 mendefinisikan corporate governance sebagai sebuah sistem untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa corporate governance yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan. Sistem corporate governance adalah kombinasi mekanisme yang mana memastikan bahwa manajemen (agent) menjalankan perusahaan untuk kepentingan satu atau beberapa stakeholder (principal). Para stakeholder tersebut dapat meliputi pemegang saham, kreditor, pemasok, klien, karyawan dan pihak lain dengan siapa perusahaan melakukan bisnis (Goergen and Renneboog, 2008).

Situs resmi OECD, (2015) mendefinisikan corporate governance merupakan prosedur dan proses yang berdasarkan pada organisasi yang diarahkan dan dikendalikan. Struktur corporate governance menentukan pembagian hak dan tanggung jawab antara peserta yang berbeda dalam organisasi, seperti board, manajer, pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya dan menetapkan aturan aturan dan prosedur untuk pengambilan keputusan. OECD juga menyebutkan bahwa good corporate governance dimaksudkan untuk menciptakan market confidence dan business integrity.

Struktur Perusahaan

Terdapat dua model struktur perusahaan yaitu model Amerika yang disebut one board system dan model Eropa yang disebut two tiers system. Penelitian ini dilakukan di Indonesia yang menganut two tiers system, membagi kekuasaan korporasi menjadi dua kelompok pengelola.

Kelompok pertama disebut Board of Commissioners (Dewan Komisaris) yang dipimpin seorang presiden komisaris atau komisaris utama dan kelompok kedua disebut Board of Management/Directors yang dipimpin oleh seorang direktur utama. Kedua kelompok ini dipilih dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). (LKDI: Board Duties, 2011). Penelitian ini akan fokus pada dewan komisaris sehingga dewan direksi atau board of directors dianggap setara dengan dewan komisaris.

Komisaris Independen

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik bab 3 pasal 21 ayat 2, Komisaris Independen wajib memenuhi beberapa kriteria yaitu: bukan merupakan orang yang bekerja atau mempunyai wewenang untuk memimpin atau mengawasi kegiatan Emiten atau dalam waktu 6 bulan terakhir; tidak mempunyai saham baik langsung maupun tidak langsung; tidak mempunyai hubungan Afiliasi dengan Emiten, anggota Dewan Komisaris, anggota Direksi, atau pemegang saham utama Emiten atau Perusahaan Publik tersebut; tidak mempunyai hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang berkaitan dengan kegiatan usaha Emiten. BEI mewajibkan emiten memiliki komisaris independen minimal 30% dari anggota dewan komisaris. Rumus menghitung board composition dalam penelitian ini adalah (Rashid et al., 2010; Coles, Daniel, Naveen, 2004):

Board composition = (Jumlah Komisaris Independen)/(Total Jumlah Dewan Komisaris).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang berkaitan erat dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan menjadi tinggi dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya pada kinerja perusahaan pada periode waktu saat ini, tapi seterusnya untuk prospek perusahaan di masa depan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Ruan et al., (2011) berpendapat bahwa Tobin's Q memiliki manfaat tersendiri dalam merefleksikan nilai perusahaan dan potensial profitabilitas perusahaan dimasa mendatang.

Perhitungan Tobin's Q yang sederhana dan telah digunakan secara luas pada berbagai penelitian mengenai nilai perusahaan di mancanegara menjadi alasan yang mendasari penggunaan Tobin's Q sebagai proksi nilai

perusahaan (Sulong dan Nor, 2008). Penelitian ini menggunakan rumus Tobin's q milik Chung dan Pruitt (1994):

$$TQ = \frac{MVE+PS+Debt}{TA}$$

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

Leverage

Weston dan Copeland, 1992 berpendapat bahwa solvabilitas (leverage) digambarkan untuk melihat sejauh mana asset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri. Dengan tingginya rasio leverage menunjukkan bahwa perusahaan tidak solvable, artinya total hutangnya lebih besar dibandingkan dengan total asetnya (Horne, 1997). Leverage dihitung sebagai berikut: (Brick dan Chidambaram, 2010).

$$LEV = \text{debt} / \text{total assets}$$

Hubungan Leverage Dengan Firm Value

Leverage merupakan rasio yang menghitung seberapa jauh dana yang disediakan kreditur, juga sebagai rasio yang membandingkan total hutang terhadap keseluruhan aktiva suatu perusahaan, maka apabila investor melihat sebuah perusahaan dengan asset yang tinggi namun resiko leverage nya juga tinggi, maka investor akan berpikir dua kali untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Karena dikhawatirkan asset tinggi tersebut di dapat dari hutang yang akan meningkatkan risiko investasi apabila perusahaan tidak dapat melunasinya (Primadanti dan Eko, 2013).

Obradovich dan Gill, 2013 meneliti hubungan antara financial leverage terhadap Tobin's Q dengan menggunakan firm size sebagai variabel control. Penelitian ini menghasilkan hubungan positif antara leverage dengan nilai perusahaan Amerika. Primadanti dan Eko, 2013 meneliti hubungan leverage dengan Tobin's Q di Indonesia dan menemukan bahwa leverage berpengaruh signifikan negative terhadap Tobin's Q. Mule et al., 2015 melakukan penelitian di Kenya, menghasilkan financial leverage memiliki pengaruh signifikan negative terhadap Tobin's Q. Beusichem dan Huang, 2014 meneliti hubungan leverage dengan Tobin's Q, menggunakan firm size sebagai variabel control menghasilkan pengaruh

negative leverage terhadap performa perusahaan (Tobin's Q).

H1. Terdapat pengaruh leverage terhadap firm value

Hubungan Board Composition Dengan Leverage

Berdasarkan atas resource dependency theory, perusahaan dengan direktur independen yang lebih akan cenderung menggunakan leverage yang lebih tinggi karena networks yang mereka miliki dan kemampuan mereka untuk menghubungkan perusahaan dengan penyedia debt capital (Tarus dan Ayabei, 2016). Jensen (1986), Berger et al. (1997) and Abor (2005) menemukan hubungan signifikan positive antara persentase non executive directors dalam board dengan rasio leverage perusahaan.

Sementara itu, Wen et al. (2002), yang menggunakan ordinary least squares (OLS) dengan sampel pada perusahaan terdaftar Cina, menemukan bahwa jumlah direksi independen pada board memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan leverage. Hal ini dapat disebabkan oleh kekhawatiran tentang reputasi mereka sebagai pembuat keputusan yang efektif dan independen, dimana dapat membuat mereka memilih untuk menggunakan leverage pada tingkat yang lebih rendah untuk menghindari biaya agensi terutama biaya kebangkrutan.

H2. Terdapat pengaruh board composition terhadap leverage

Hubungan Board Composition Dengan Firm Value

Hermalin dan Weisbach (2003) mengatakan bahwa independent outside directors yang tidak memiliki hubungan atau common interest dengan management, akan memonitor management dengan lebih efektif. CEO lebih dapat mempengaruhi inside board directors ketimbang mempengaruhi outside independent director. Oleh karena itu tingginya persentase dari independent director pada board dapat mempengaruhi performa perusahaan secara positif. Coles, Daniel & Naveen, 2004 menemukan bahwa Tobin's Q meningkat dengan jumlah board, khususnya dengan outsiders board. Mike Siew Wei Leong et al., 2015 menemukan hubungan negative antara independent directors dengan Tobin's Q. Sulong dan Nor (2008) menyatakan bahwa kebijakan akan pengurangan jumlah dewan independen dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini serupa dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Oxelheim dan Randoy (2001), Fallatah dan Dickins

(2012), Sami et al. (2009), serta Babatunde dan Olaniran (2009). Penelitian Helland dan Sykuta (2005) menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu dewan direksi yang terdiri dari direksi independen dapat menjalankan tugas lebih baik dalam memantau pekerjaan dan aktivitas manajemen. Hasil serupa ditunjukkan pada Abbasi et al. (2012), Rouf (2011), dan Stefanescu (2011). Menurut Abbasi et al. (2012) semakin besar proporsi dewan independen, maka kemampuan dewan komisaris untuk mengambil keputusan akan semakin objektif. Pengambilan keputusan yang objektif ini dapat mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

H3. Terdapat pengaruh board composition terhadap firm value

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan menjawab permasalahan mengenai pengaruh Board Composition terhadap Nilai Perusahaan dengan menggunakan Leverage sebagai variabel intervening. Dalam model ini, Nilai Perusahaan merupakan variabel dependen dan Board Composition merupakan variabel independen.

Penelitian ini menganalisis hubungan antara *dependent variable* dan *independent variable*. Definisi masing-masing adalah sebagai berikut:

a. Komisaris independen sebagai *variable independent*

Di Indonesia, Bursa Efek Jakarta (BEJ), sejak Juli 2001, mewajibkan perusahaan tercatat untuk memiliki komisaris independen. Kewajiban tersebut didasarkan pada pertimbangan bahwa komisaris independen akan dapat melindungi tidak hanya kepentingan pemegang saham minoritas tetapi juga pemangku kepentingan lainnya secara seimbang dan transparan. Jumlah komisaris independen harus proporsional dengan jumlah saham yang dimiliki oleh selain pemegang saham pengendali, dan setidaknya 30% dari jumlah anggota dewan komisaris (LKDI, 2011).

b. Nilai perusahaan yang dihitung dengan Tobin's Q sebagai *variable dependent*

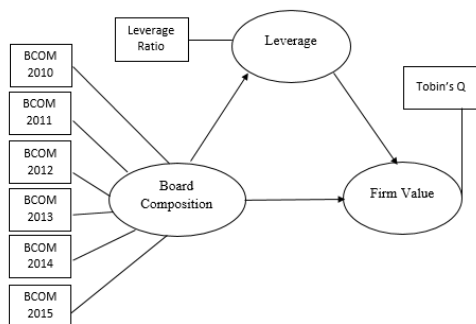
Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang berkaitan erat dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan menjadi tinggi dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya pada kinerja perusahaan pada periode waktu saat ini, tapi seterusnya untuk prospek perusahaan di masa depan (Rasyid, 2015).

c. *Leverage Sebagai variable intervening*

Leverage digambarkan untuk melihat sejauh mana asset perusahaan dibiayai oleh hutang (Weston dan Copeland, 1992).

Populasi penelitian ini 94 perusahaan pada dua sektor yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama tahun 2010-2015. Sektor tersebut terdiri dari sektor perdagangan, jasa dan investasi (sub sektor perdagangan besar dan perdagangan eceran) dan sektor barang konsumsi (sub-sektor rokok, farmasi, kosmetik dan keperluan rumah tangga, peralatan rumah tangga, beserta makanan dan minuman). Teknik sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. 24 perusahaan tidak dapat digunakan karena tidak melakukan Initial Public Offering (IPO) sebelum tahun 2010. 4 perusahaan tidak dapat digunakan karena laporan keuangannya tidak dalam satuan rupiah. 6 perusahaan tidak digunakan karena tidak memiliki laporan keuangan 2010-2015 yang lengkap. 16 perusahaan tidak digunakan karena tidak memiliki debt dalam komposisi pendanaan selama tahun 2010-2015. Dengan mengurangi perusahaan yang tidak memenuhi kriteria menyisakan 44 perusahaan dengan 6 tahun pengamatan sehingga sample penelitian ini adalah 264 *firm-year*.

Hipotesis dalam penelitian ini akan diuji dengan menggunakan *Structural Equation Model* (SEM), merupakan suatu teknik statistika untuk menguji dan memberikan estimasi hubungan kausal dengan mengintegrasikan analisa faktor dan analisa jalur. *Pendekatan Structural Equation Modelling* (SEM) adalah pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan path diagram yang memungkinkan untuk memasukan semua observed variable sesuai dengan model teori yang berkaitan. Dalam penelitian ini, analisa SEM yang digunakan adalah Partial Least Square (PLS) dengan proses perhitungan yang dibantu dengan program aplikasi SmartPLS. Diagram path dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :



Statistik Deskriptif

Tabel 1. Deskriptif Variabel Penelitian

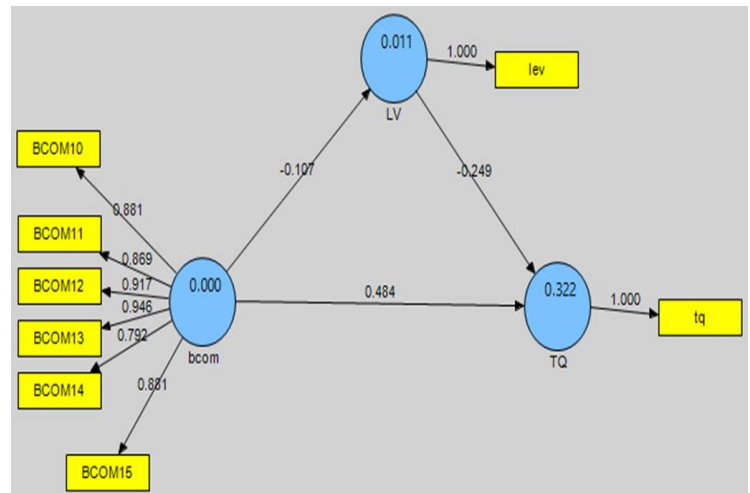
Varia bel	N	Min	Max	Mean	Std, Dev
BCO M	264	.00	.80	.41	.11
LEV	264	.0016	1.04	.23	.17
TQ	264	.24	18.05	1.82	2.65

Rata-rata board composition (BCOM) pada perusahaan sampel adalah 0,41074 dengan standar deviasi sebesar 0,11449. Board composition (BCOM) terbesar adalah 0,8 dimiliki oleh UNVR 2011 hingga 2015 dan RMBA 2015. Board composition (BCOM) terkecil adalah 0 yang dimiliki oleh CMPP 2011.

Rata-rata leverage (LEV) pada perusahaan sampel adalah 0,23430 dengan standar deviasi sebesar 0,17122. Leverage (LEV) terbesar adalah 1.04711 dimiliki oleh RMBA tahun 2015. Leverage (LEV) terkecil adalah 0,00161 dimiliki oleh HMSP tahun 2015.

Rata-rata firm value (TQ) pada perusahaan sampel adalah 1,82500 dengan standar deviasi sebesar 2,65385. Firm value (TQ) terbesar adalah 18,05537 dimiliki oleh UNVR tahun 2015. Firm value (TQ) terkecil adalah 0,24116 dimiliki oleh MRAT tahun 2015.

Analisis Model Struktural



Evaluasi Outer Model

a. *Convergen Validity*

Suatu indikator memenuhi convergent validity jika nilai outer loading diatas 0,5. Berikut ini adalah nilai outer loading untuk variabel board composition, leverage, dan firm value

Tabel 2. Nilai *Outer Loading*

Berdasarkan tabel diatas diketahui nilai outer

	LV	TQ	bcom
BCOM10			0.88116
BCOM11			0.868826
BCOM12			0.917268
BCOM13			0.945501
BCOM14			0.792144
BCOM15			0.881416
lev	1		
tq		1	

loading untuk masing-masing tahun pada variabel board composition semuanya memiliki nilai lebih dari 0,5 sehingga telah memenuhi convergent validity. Begitu juga dengan nilai outer loading masing-masing tahun pada variabel leverage dan firm value yang semuanya memiliki nilai diatas 0,5 sehingga telah memenuhi convergent validity.

b. Discriminant Validity

Pengujian discriminant validity dengan melihat nilai cross loadings. Model memiliki discriminant validity yang baik, jika nilai cross loadings terhadap variabelnya adalah yang terbesar dibandingkan terhadap variabel yang lainnya.

Tabel 3. Nilai Cross Loading

	LV	TQ	bcom
BCOM10	-0.016549	0.448679	0.88116
BCOM11	-0.208146	0.4153	0.868826
BCOM12	-0.163715	0.417416	0.917268
BCOM13	-0.10739	0.443693	0.945501
BCOM14	-0.087602	0.482257	0.792144
BCOM15	0.014478	0.48308	0.881416
lev	1	-0.300695	-0.106763
tq	-0.300695	1	0.510605

Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai indikator cross loadings telah memenuhi discriminant validity, karena nilai pada variabel yang dibentuknya lebih besar dibandingkan variabel yang lain. Dengan demikian discriminant validity untuk variabel board composition, leverage dan firm value dapat dikatakan baik.

c. Uji Reliabilitas

Uji Reliabilitas ini dapat diuji dengan menggunakan metode composite reliability.

Dimana nilai composite reliability diatas 0,7. Tabel dibawah menunjukkan nilai composite reliability variabel board composition adalah sebesar 1, leverage sebesar 1, dan firm value sebesar 0.954603. Nilai composite reliability tersebut lebih besar dari 0,7. Dengan demikian variabel-variabel tersebut telah reliable, karena telah memenuhi composite reliability yang diharapkan.

Tabel 4. Nilai Composite Reliability

	Composite Reliability
LV	1
TQ	1
bcom	0.954603

Evaluasi Model

Inner

Tabel 5. Nilai Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
LV -> TQ	-0.249019	-0.249746	0.02946	0.02946	8.452698
bcom -> LV	-0.106763	-0.107693	0.048662	0.048662	2.193997
bcom -> TQ	0.484019	0.479034	0.061019	0.061019	7.932313

Pada tabel 5. diatas, dapat dibuat dua persamaan sebagai berikut ini:

$$LV = -0.106763 \text{ bcom} \dots R^2 = 0,011398$$

$$FV = -0.249019 \text{ LV} + 0,484019 \text{ bcom} \dots R^2 = 0,322021$$

Nilai R² digunakan untuk mengukur tingkat variasi perubahan variabel independen terhadap variabel dependen. Semakin tinggi nilai R² berarti semakin baik model prediksi dari model penelitian yang diajukan. Pada R² yang terdapat pada persamaan diatas menunjukkan nilai R-square yang dihasilkan pada persamaan leverage adalah 0,011398, artinya besarnya pengaruh board composition terhadap leverage adalah sebesar 1,14%. Sedangkan nilai R-square yang dihasilkan pada persamaan firm value adalah 0,322021, artinya besarnya pengaruh leverage dan board composition adalah sebesar 32,20%.

Goodnes of fit dapat diketahui dari nilai Q². Uji Stone-Geisser (Q²) digunakan untuk mengukur seberapa baik nilai observasi dihasilkan oleh model dan juga estimasi parameternya. Dari nilai R-square diatas, dapat diketahui nilai Q² sebagai berikut:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2)(1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2)$$

$$= 1 - ((1 - 0,011398) * (1 - 0,322021))$$

$$= 0,3297486 = 32,97\%$$

Tabel 6. Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung

Pengaruh	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung
<i>Leverage</i> → <i>Firm Value</i>	-0,249019	-
<i>Board Composition</i> → <i>Leverage</i>	-0,106763	-
<i>Board Composition</i> → <i>Firm value</i>	0,484019	-
Pengaruh <i>Board Composition</i> terhadap <i>firm value</i> melalui <i>leverage</i>	-	-0,249019 x -0,106763 = 0,0265860

Nilai koefisien path atau inner model menunjukkan tingkat signifikansi dalam pengujian hipotesis. Skor koefisien path atau inner model yang ditunjukkan oleh nilai T-statistic, harus diatas 1,96 untuk hipotesis dua ekor (two-tailed) pengujian hipotesis pada alpha 5 persen. Berdasarkan tabel 5, terlihat bahwa pengaruh leverage terhadap firm value menunjukkan nilai T-statistic sebesar 8,452698, dimana nilai tersebut lebih besar dari 1,96, hal ini menunjukkan pengaruh signifikan antara leverage terhadap firm value. Pada original sampel angka -0.249019 menunjukkan bahwa pengaruh leverage terhadap firm value berpengaruh negatif. Dengan demikian hipotesis penelitian yang menyatakan terdapat pengaruh antara leverage terhadap firm value terbukti (H1 diterima), dengan pengaruh negatif dan signifikan.

Berdasarkan tabel 5, terlihat bahwa pengaruh board composition terhadap leverage menunjukan hasil T-Statistic sebesar 2.193997, dimana nilai tersebut lebih besar dari 1,96. Hal ini menunjukkan pengaruh signifikan antara board somposition terhadap leverage. Pada original sampel, angka -0.106763 menunjukkan bahwa board composition berpengaruh negatif terhadap leverage. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh antara board composition terhadap leverage terbukti (H2 diterima), dengan pengaruh negatif dan signifikan.

Berdasarkan tabel 5, terlihat bahwa pengaruh board composition terhadap firm value menunjukan hasil T-Statistic sebesar 7.932313,

dimana nilai tersebut lebih besar dari 1,96. Hal ini menunjukkan pengaruh signifikan antara board composition terhadap firm value. Pada original sampel, angka 0.484019 menunjukkan bahwa board composition berpengaruh positif terhadap firm value. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh antara corporate governance terhadap firm value terbukti (H3 diterima) dengan pengaruh positif dan signifikan.

Pada tabel 6 merupakan hasil pengujian pengaruh lngsung dan pengaruh tidak langsung. Hasil pengujian tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Board Composition terhadap variabel firm value merupakan variabel yang paling berpengaruh langsung, yaitu sebesar 0,484019 dibandingkan dengan variabel board composition mempengaruhi variabel leverage yaitu sebesar -0,106763.
- Pengaruh langsung leverage terhadap firm value adalah sebesar -0,249019, sedangkan pengaruh tidak langsung antara board composition terhadap firm value melalui leverage adalah sebesar 0,0265860. Karena koefisien tidak langsung lebih kecil dibandingkan dengan koefisien langsungnya, maka leverage tidak dapat memediasi hubungan antara board composition dan firm value.

Analisis

Pengaruh Leverage (LEV) Terhadap Firm Value (TQ)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan negative antara leverage (LEV) terhadap firm value (TQ). Sejalan dengan penelitian yang dilakukan (Primadanti & Eko, 2013); (Mule & Mukras, 2015); (Korotkikh, 2012). Sujoko & Soebiantoro, (2007) berpendapat bahwa pengaruh signifikan negative leverage terhadap nilai perusahaan mendukung teori struktur modal model trade off yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Meski Obradovich dan Gill, (2013) menemukan hubungan positif diantara leverage dengan nilai perusahaan, Obradovich dan Gill berpendapat bahwa meski financial leverage membantu meningkatkan nilai perusahaan, financial leverage yang tinggi dapat membawa perusahaan pada kebangkrutan dan menyebabkan hilangnya kepercayaan investor kepada perusahaan. Debt ratio yang optimal (total debt/total asset) tidaklah melebihi 59,27% karena debt ratio yang semakin tinggi berdampak negative pada nilai perusahaan (Cuong dan Canh, 2012). Primadanti dan Eko, (2013) berpendapat bahwa leverage dapat dipahami sebagai penaksir dari resiko yang melekat pada suatu perusahaan. Artinya, leverage yang semakin besar menunjukkan risiko investasi yang semakin besar

pula sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan dengan rasio leverage yang rendah memiliki risiko leverage yang lebih kecil. Abbasi et al., (2012) juga menambahkan bahwa perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi memiliki kinerja yang rendah, sehingga mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengaruh Board Composition (BCOM) Terhadap Leverage (LEV)

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan negative antara proporsi dewan komisaris independen dengan leverage. Hal ini mengartikan dengan meningkatnya jumlah dewan komisaris independen di board dapat menurunkan leverage perusahaan. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan Wen et al., (2002) yang menemukan hubungan negative signifikan antara independent board dengan leverage. Independent board cenderung secara lebih aktif memantau manager sehingga manager menggunakan leverage yang lebih rendah untuk mendapatkan hasil kinerja yang baik. Perusahaan yang memiliki proporsi independent board yang lebih tinggi cenderung mengejar financial leverage yang rendah dengan nilai market value of equity yang tinggi.

Pengaruh Board Composition (BCOM) Terhadap Firm Value (TQ)

Hasil penelitian membuktikan bahwa terdapat pengaruh signifikan positif antara proporsi dewan komisaris independen dengan firm value. Hal ini mengartikan bahwa dengan menambahkan independent board ke dalam board direspon positif oleh para investor yang ditandai dengan naiknya nilai perusahaan. Coles, Daniel dan Naveen, (2004) menemukan bahwa pada perusahaan diversities, nilai tobin's q meningkat dengan adanya jumlah lebih dari dewan komisaris independen. Hal ini dikarenakan independent board memainkan peran penting dalam memberikan saran kepada management. Rosenstein dan Wyatt, (1990) berpendapat dengan mengumumkan penambahan independent board ke dalam board akan meningkatkan nilai perusahaan. Stefanescu (2011) mengatakan bahwa pasar akan memberi kepercayaan yang lebih besar kepada perusahaan yang memiliki dewan independen yang banyak, karena perusahaan dianggap semakin mandiri dan memiliki tingkat transparansi yang lebih besar.

Maka dari itu, dengan meningkatnya jumlah independent board di dalam board, independent board yang merupakan orang yang tidak memiliki keterikatan dengan perusahaan diharapkan dapat memonitor kinerja management secara aktif dan independen, sehingga management akan lebih

berhati hati dalam menggunakan leverage, menghasil rasio leverage yang rendah. Dimana rasio leverage yang rendah diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan para investor karena perusahaan memiliki resiko kebangkrutan yang rendah. Kepercayaan para investor ini ditandai dengan meningkatnya nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Berdasarkan penelitian yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, penelitian ini menunjukkan bahwa:

1. Terdapat hubungan signifikan negative antara variabel leverage dengan nilai perusahaan yang terdaftar di BEI, yang mengartikan bahwa H1 diterima
2. Terdapat hubungan signifikan negatif antara variabel board composition dengan leverage yang terdaftar di BEI, yang mengartikan bahwa H2 diterima
3. Terdapat hubungan signifikan positif antara variabel board composition dengan nilai perusahaan yang terdaftar di BEI, yang mengartikan bahwa H3 diterima

Saran untuk Manajemen Perusahaan

1. Bagi investor dan calon investor yang akan menanamkan modalnya pada perusahaan adar lebih memperhatikan fungsi dan peran dari Good Corporate Governance. Karena GCG dapat mendorong meningkatnya kinerja dan nilai perusahaan yang akan ditanami suatu investasi.
2. Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian selanjutnya dapat diperluas antara lain yaitu menggunakan proksi Good Corporate Governance yang lebih bervariasi. Hasil penelitian yang baru dapat dibandingkan dengan penelitian yang telah ada dan dapat memberikan perbandingan yang lebih relevan dengan teori yang ada.

Keterbatasan Penelitian

1. Penentuan dalam penggunaan variabel dalam penelitian ini hampir sepenuhnya sama dengan yang telah dilakukan oleh para peneliti terdahulu karena penelitian ini merupakan penelitian replikasi. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini hanya variabel board composition dan leverage sedangkan terdapat banyak faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan.
2. Penelitian ini hanya menggunakan dua sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan periode penelitian selama enam tahun, karena rentang waktu dan data yang terbatas maka penelitian ini

kurang dapat digeneralisasi. Dengan menggunakan periode yang lebih panjang dimungkinkan adanya hasil yang berbeda dengan hasil penelitian ini

DAFTAR REFERENSI

- Abor, J. Y., & Biekpe, N. (2005). Does Corporate Governance Affect the Capital Structure Decisions of Ghanaian SMEs?
- Abor, J. Y., & Biekpe, N. (2005). Does Corporate Governance Affect the Capital Structure Decisions of Ghanaian SMEs?
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.
- Babatunde, M. A., & Olaniran, O. (2009). The Effects of Internal and External Mechanism on Governance and Performance of Corporate Firms in Nigeria. *Corporate Ownership and Control*, 7(2), 330-344.
- Baysinger, B.D., & Butler, H.N. (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1(1), 101-125.
- Beasley, M. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Berger, P. G., Ofek and D.L., & Yermack. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52(4).
- Berle, A., & Means, G. (1934). *ECONOMICS-LAW AND PLANNED BUSINESS: The Modern Corporation and Private Property*. *Public Administration*, 12, 191-212.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Brick, I., & Chidambaran, N. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16, 533-553.
- Brick, I., & Chidambaran, N. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16, 533-553.
- Brickley, J., Coles, J., & Terry, R. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35, 71-390.
- Byrd, J., & Hickman, K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. 32, 195-221.
- Cadbury, A. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. London: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Coles, J., Daniel, N., & Naveen, L. (2004). Boards: Does one size fit all?
- Coles, J., Daniel, N., & Naveen, L. (2004). Boards: Does one size fit all?
- Cuong, N.T., & N.T. Canh. (2012). The effect of capital structure on firm value for Vietnam's seafood processing enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*(89), 221-233.
- Euis, & Taswan. (2002). pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 9(2), 149-163.
- Fallatah, Y., & Dickins, D. (2012). Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. *African Journal of Business Management*, 6(36), 10025-10034.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Glossary of Statistical Terms: Corporate Governance. (2005, July 13). Retrieved from OECD: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778>
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2008). Contractual Corporate Governance. *TILEC Discussion Paper*, 2008-015.

- Helland, E., & Sykuta, M. (2005). Who's Monitoring the Monitor? Do Outside Directors Protect Shareholders' Interests? *Financial Review*, 40(2), 1-26.
- Horne, Van James C., & Wachowicz, John M. (2005). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Edisi ke 12*. Jakarta: Salemba Empat.
- Husnan, S. (2001). Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. (J. Zhuang, D. Edwards, & V. Capulong, Eds.) Manila, Philippines: Asian Development Bank.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaplan, S., & Reishus, D. (1990). Outside directorships and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 27, 389-410.
- Keown. (2010). *Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip dan Penerapan* (10 ed.). Jakarta: Indeks
- Korotkikh, K. (2012). The Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence From The Netherlands.
- Larcker, D., & Tayan, B. (2011). *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices*. New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Machfoeds, M. (2011). *Board Duties*. Lembaga Komisaris dan Direktur Indonesia.
- McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective.
- Mule, R. K., & Mukras, M. S. (2015). Financial Leverage And Performance of Listed Firms In A Frontier Market: Panel Evidence From Kenya. *European Scientific Journal*, 11(7), 534-550.
- Norwani, N. M., Mohamad, Z. Z., & Chek, I. T. (2011). Corporate Governance Failure and Its Impact on Financial Reporting Within Selected Company. *International Journal of Business and Social Science*, 2(21), 205-213.
- Obradovich, J., & Gill, A. (2013). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 91.
- Onasis, K., & Robin. (2016). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di BEI. *Program Studi Manajemen Universitas Internasional Batam*, 20(1), 1-22.
- Oxelheim, L., & Randoy, T. (2001). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. Working Paper, Research Institute of Industrial Economics (IUI)(567).
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik. (n.d.).
- Primadanti, D., & Eko, U. P. (2013). Pengaruh Size, Leverage, dan Growth Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Sektor Keuangan Yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2011.
- Rashid, A., Zoysa, A. D., Lodh, S., & Rudkin, K. (2010). Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 4(1), 76-95.
- Rebecca, Y., & Siregar, S. V. (n.d.). Pengaruh Corporate Governance Index, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26, 175-191.
- Rouf, A. (2011). The Relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(3), 237-244.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 73-92.
- Ryan, C., & Ng, C. (2000). Public Sector Corporate Governance Disclosures: An Examination Of Annual Reporting Practices In Queensland. *Australian Journal of Public Administration*, 59(2), 11-23.

- Salvatore, D. (2005). *konomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sami, H., Wang, J.T., & Zhou, H. (2009). Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, LII(2), 737-783.
- Short, H., Keasey, K., Wright, M., & Hull, A. (1999). Corporate governance: from accountability to enterprise. *Accounting and Business Research*, 337-352.
- Solomon, J. (2004). *Corporate Governance and Accountability (Vol. 2)*. British: John Wiley & Sons, Ltd.
- Stefanescu, C. A. (2011). Do Corporate Governance "Actors" Features Affect Banks' Value? – Evidence from Romania. *Procedia Social and Behavioral Sciences*(40), 1311-1321.
- Sujoko, & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1), 41-48.
- Sulong, Z., & Nor, F. M. (2008). Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical Evidence from Malaysian Listed Firms. *Malaysian Accounting Review*, 7(2).
- Tarraff, H. (2010). The Role Of Corporate Governance In The Events Leading Up To The Global Financial Crisis: Analysis Of Aggressive Risk-Taking. *Global Journal Of Business Research*, 5(4), 93-105.
- Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Boards of directors and capital structure: alternative forms of corporate Daniel Kipkirong Tarus Ezekiel Ayabei , (2016),"Board composition and capital structure: evidence from Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056 – 1079.
- Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Boards of directors and capital structure: alternative forms of corporate Daniel Kipkirong Tarus Ezekiel Ayabei , (2016),"Board composition and capital structure: evidence from Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056 – 1079.
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83.
- Weston J. Fred, & Thomas E. Copeland. (1992). *Manajemen Keuangan Jilid II*. (Y. Lamarto, Trans.) Jakarta: Erlangga.
- Wulandari, E. R. (2011). *Good Corporate Governance Konsep, Prinsip dan Praktik*. Indonesia: Lembaga Komisaris dan Direktur Indonesia.
- Ya'acob, N. S. (2016). CEO Duality and Compensation in the Market for Corporate Control: Evidence from Malaysia. *Procedia Economics and Finance* 35, 309-318.