

Pengaruh *CEO Duality* Terhadap *Firm Value* Dengan *Financial Performance* Sebagai Variabel Intervening

Angelia Meysi Setyawan dan Devie
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: devie@peter.petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan dampak dari adanya *CEO Duality* terhadap *Firm Value* yang dinilai menggunakan Tobin's Q. Penelitian ini juga menggunakan *Financial Performance* yang diukur menggunakan ROA sebagai variabel intervening. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar dalam LQ 45 pada tahun 2012-2015 dengan jumlah sampel sebanyak 52 perusahaan dan diukur melalui *software smartPLS*. Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh yang negatif antara *CEO Duality* terhadap *Firm Value*.

Kata Kunci: *CEO Duality, Firm Value, Financial Performance, Agency Theory, Stewardship Theory, Tobin's Q, Return On Assets (ROA)*

ABSTRACT

This study aims to examine and to prove the influence of CEO Duality on Firm Value using Tobin's Q. This study also used Financial Performance which measured by ROA as an intervening variable. The research was conducted on companies listed in the LQ 45 of 2012-2015 with the samples of 52 companies and measured by using SmartPLS software. The result showed that there was a negative influence of CEO Duality to Firm Value.

Keywords: *CEO Duality, Firm Value, Financial Performance, Agency Theory, Stewardship Theory, Tobin's Q, Return On Assets (ROA)*

PENDAHULUAN

Tata kelola perusahaan yang baik akan memberikan dorongan kepada dewan dan manajemen untuk mencapai tujuan perusahaan (Meier, 2005). Dalam sistem tata kelola perusahaan yang baik, dewan perusahaan memiliki peranan yang sangat penting. Secara umum, dewan perusahaan dibagi menjadi dua yaitu, Dewan komisaris dan Dewan direksi. Kesalahan dalam pemilihan dewan direksi dan dewan komisaris akan berdampak terhadap kinerja yang dihasilkan oleh perusahaan. Yang menjadi perdebatan adalah apakah diperlukan adanya *CEO Duality* dalam sebuah perusahaan. *CEO Duality* merupakan seseorang yang memiliki 2 jabatan sekaligus yaitu sebagai *Chairman of Board* (Dewan komisaris) dan *Chief Executive Officer* (Dewan direksi) dalam sebuah perusahaan (Boot et Al. 2002). Pertanyaan fundamental seputar kepemimpinan *CEO Duality*

adalah apakah posisi dewan komisaris harus diisi oleh CEO atau dengan orang yang berbeda (Harlan & Dalton, 1997).

Namun, di Indonesia terdapat Undang-Undang mengenai Perseroan tahun 1995 yang memutuskan bahwa semua perusahaan harus menganut sistem *two-tier board*, dimana terdapat dewan komisaris dan dewan direksi yang terdiri dari beberapa member. Hal ini menyebabkan dewan direksi tidak dapat merangkap jabatan menjadi anggota atau ketua dewan komisaris (Wulandari, 2005). Sehingga *CEO Duality* di Indonesia dapat diartikan sebagai penggunaan sistem kekerabatan dalam penempatan jabatan antara dewan direksi dan dewan komisaris, sebagai contoh si Ayah sebagai dewan komisaris dan si Anak sebagai dewan direksi (Murhadi, 2009).

Terdapat 2 teori yang mendukung dan menolak adanya *CEO Duality* yaitu *Agency*

Theory dan *Stewardship Theory*. *Agency Theory* menyatakan bahwa *CEO Duality* dapat mengurangi peran *monitoring* dewan direksi atas manajer eksekutif, sehingga nantinya akan berdampak negatif pada kinerja perusahaan (Elsayed, 2007). Sedangkan *Stewardship Theory* menyatakan bahwa *CEO Duality* dapat memfasilitasi pengambilan keputusan secara efektif dan efisien sehingga nantinya akan berdampak positif pada kinerja perusahaan (Donaldson & Davis, 1991).

Setiap perusahaan pasti bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan dari pemegang sahamnya. Kesejahteraan para pemegang saham dapat ditingkatkan melalui kinerja perusahaan, dimana kinerja perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan dengan menggunakan sumber daya yang efisien dan efektif (Daft, 2010). Kinerja perusahaan merupakan gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis menggunakan analisis keuangan sehingga biasa disebut dengan *financial performance* (Combs, Groom, & Shook, 2005). Kinerja keuangan perusahaan merupakan ukuran dari perubahan kondisi keuangan perusahaan serta hasil dari keputusan individual yang dibuat secara terus-menerus oleh manajemen dan didasarkan pada data keuangan yang dipublikasikan dan dibuat sesuai dengan prinsip akuntansi keuangan yang berlaku (Carton, 2004).

Selain meningkatkan kinerja keuangan, setiap perusahaan juga akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan karena ketika nilai perusahaan tinggi, maka investor akan lebih tertarik untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Berbagai cara akan ditempuh oleh manajemen demi meningkatkan nilai perusahaan, salah satunya adalah dengan cara meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin melalui harga saham (Brigham & Joel, 2006). Nilai perusahaan dapat dikatakan sebagai hasil kinerja sebuah perusahaan dalam satu periode. Semakin baik kinerja keuangan suatu perusahaan, kemungkinan investor untuk menginvestasikan dananya ke perusahaan akan meningkat. Hal ini disebabkan karena ketika kinerja suatu perusahaan semakin baik, maka nilai saham akan meningkat sehingga akhirnya dapat memberikan *return* yang diharapkan oleh investor (Weston & Copeland, 1997).

Berdasarkan uraian diatas, penelitian ini dilakukan dengan mengambil judul: "Pengaruh *CEO Duality* terhadap *Firm Value* dengan *Financial performance* sebagai variabel

intervening". Dari hasil penelitian ini diharapkan dapat diketahui pengaruh penerapan mekanisme tata kelola perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, khususnya dari sisi independensi dewan komisaris dan latar belakang presiden direktur.

Agency Theory

Agency Theory memegang pandangan bahwa pada dasarnya seorang individu akan selalu memilih kepentingan sendiri dan self-opportunis, bukan altruistik. *Agency Theory* mengasumsikan bahwa ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan kontrol, manajer (agen) tidak memiliki kepentingan yang signifikan dalam perusahaan sehingga manajer akan memilih mementingkan diri sendiri dan melakukan hal yang dapat merugikan kesejahteraan ekonomi para pelaku (Deegan, 2006). *Agency Theory* mendukung adanya pemisahan peran dewan direksi dan dewan komisaris karena teori ini percaya bahwa *CEO Duality* dapat mengurangi peran *monitoring* dewan direksi atas manajer eksekutif, sehingga nantinya akan berdampak negatif pada kinerja perusahaan (Dayton, 1984). Dewan komisaris yang independen dari dewan direksi dapat mengontrol *conflict of interest* sehingga dapat melindungi kepentingan pemegang saham.

Stewardship Theory

Stewardship Theory meyakini bahwa manajemen merupakan pengelolah terpercaya yang menjalankan perusahaan demi kepentingan pemegang saham (Abels & Martelli, 2013). *Stewardship Theory* mencakup suatu kondisi di mana struktur organisasi dapat membantu eksekutif dalam merumuskan dan melaksanakan rencana untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Donaldson, 1985). *Stewardship Theory* mendukung adanya *CEO Duality* dalam suatu perusahaan karena *CEO Duality* hanya memiliki seorang pemimpin sehingga pengambilan keputusan menjadi efektif dan efisien (Donaldson & Davis, 1991). Asumsi penting yang mendasari *Stewardship Theory* adalah bahwa perilaku dari manajer selaras dengan kepentingan pemegang saham. *Stewardship Theory* percaya bahwa ketika manajer bergerak aktif dalam meningkatkan kinerja perusahaan, maka sebenarnya manajer tersebut sedang dalam proses untuk meningkatkan karirnya sendiri (Daily, Dalton, & Canella, 2003).

CEO Duality

CEO Duality merupakan seseorang yang memiliki 2 jabatan sekaligus yaitu sebagai *Chairman of Board* (dewan komisaris) dan *Chief Executive Officer* (dewan direksi) dalam sebuah perusahaan (Boot et Al. 2002). Dewan komisaris bertugas untuk menjalankan rapat direksi serta mengawasi proses perekrutan, pemecatan, evaluasi, dan pemberian kompensasi pada dewan direksi. Sedangkan dewan direksi berperan untuk mengembangkan strategi rekomendasi kepada dewan komisaris dan memastikan bahwa strategi tersebut disetujui dan dicerminkan dalam bisnis. *CEO Duality* menimbulkan konsentrasi kekuasaan dimana dewan direksi dapat mendominasi komisaris serta mengurangi efektivitas dewan komisaris dalam pengawasan dan pengendalian manajemen (Fama & Jensen, 1983). Selain kewenangan resmi yang didapat dari posisi sebagai CEO, dengan digabungkannya posisi seseorang sebagai dewan komisaris, orang tersebut dapat memberikan pengaruh yang cukup besar di hadapan dewan dengan mengontrol arus informasi dalam rapat dewan dan melakukan intervensi di proses pengangkatan direktur baru (Dayton, 1984).

Dari perspektif teori keagenan, memiliki satu orang yang bertanggung jawab dari kedua pelaksanaan manajemen dan kontrol tidak konsisten dengan konsep pemeriksaan dan keseimbangan. Namun, dari perspektif teori organisasi, *CEO Duality* dapat meningkatkan efisiensi organisasi dalam kepemimpinan perusahaan (Boyd, 1995). Pertanyaan fundamental seputar kepemimpinan *CEO Duality* adalah apakah posisi dewan komisaris harus diisi oleh CEO atau dengan orang yang berbeda (Harlan & Dalton, 1997). Di Indonesia seseorang tidak dapat menjabat sebagai dewan direksi sekaligus dewan komisaris, melainkan melalui sistem kekerabatan. Hal ini disebabkan karena adanya Undang-Undang mengenai Perseroan tahun 1995 yang memutuskan bahwa semua perusahaan harus menganut sistem *two-tier board* (Wulandari, 2005). Banyak perusahaan di Indonesia semula adalah perusahaan keluarga yang kemudian berkembang dan menjadi perusahaan publik. Hal ini berakibat banyak pula terjadi kasus dimana orang tua sebagai dewan komisaris dan anaknya berada di posisi dewan direksi, yang mungkin saja mendorong timbulnya *management discretion* (Murhadi, 2009).

CEO Duality (Dual) dalam penelitian ini menggunakan data dummy, dimana *CEO Duality* dikodekan sebagai 1 jika terdapat hubungan keluarga antara seorang yang menjabat sebagai dewan komisaris dan dewan direksi dalam

sebuah perusahaan serta dikodekan sebagai 0 jika tidak terdapat hubungan keluarga antara seorang yang menjabat sebagai dewan komisaris dan dewan direksi dalam sebuah perusahaan. (Boot et al., 2002; Murhadi, 2009)

Financial Performance

Setiap perusahaan pasti bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan dari pemegang sahamnya. Kesejahteraan para pemegang saham dapat ditingkatkan melalui kinerja perusahaan, dimana kinerja perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan dengan menggunakan sumber daya yang efisien dan efektif (Daft, 2010). Kinerja perusahaan merupakan gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis menggunakan analisis keuangan sehingga biasa disebut dengan *financial performance* (Combs, Groom, & Shook, 2005). Kinerja keuangan perusahaan merupakan ukuran dari perubahan kondisi keuangan perusahaan serta hasil dari keputusan individual yang dibuat secara terus-menerus oleh manajemen dan didasarkan pada data keuangan yang dipublikasikan dan dibuat sesuai dengan prinsip akuntansi keuangan yang berlaku (Carton, 2004).

Berdasarkan pengukuran berbasis akuntansi, kinerja perusahaan dapat diukur menggunakan rasio profitabilitas. Profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam efektivitasnya menghasilkan laba. Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* keuangan pada tingkat penjualan asset dan modal saham tertentu. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba (Saidi, 2004). Para investor cenderung menanamkan saham pada perusahaan untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik. Rasio profitabilitas diukur dengan perbandingan laba setelah pajak dengan total aktiva.

Return on Assets (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas antara laba bersih yang dihasilkan dari kegiatan pokok perusahaan dengan total aktiva (*assets*) yang dimiliki perusahaan untuk melakukan aktivitas perusahaan secara keseluruhan dan dinyatakan dalam persentase. Dalam analisis laporan keuangan, rasio ini paling sering disoroti, karena mampu menunjukkan keberhasilan perusahaan

dalam menghasilkan keuntungan. ROA mampu mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada masa lampau yang kemudian diproyeksikan di masa yang akan datang. *Assets* atau aktiva yang dimaksud adalah keseluruhan harta perusahaan, yang diperoleh dari modal sendiri maupun dari modal asing yang telah diubah perusahaan menjadi aktiva-aktiva perusahaan yang digunakan untuk kelangsungan hidup perusahaan (Brigham & Houston, 2001).

Kelebihan ROA diantaranya sebagai berikut:

- ROA mudah dihitung dan dipahami.
- Merupakan alat pengukur prestasi manajemen yang sensitif terhadap setiap pengaruh keadaan keuangan perusahaan.
- Manajemen menitikberatkan perhatiannya pada perolehan laba yang maksimal.
- Sebagai tolok ukur prestasi manajemen dalam memanfaatkan *assets* yang dimiliki perusahaan untuk memperoleh laba.
- Mendorong tercapainya tujuan perusahaan.
- Sebagai alat mengevaluasi atas penerapan kebijakan-kebijakan manajemen.

ROA diukur dengan rumus :

$$\text{ROA} = \text{net income} / \text{total asset}$$

dimana,

Net income = jumlah dari hasil keuntungan suatu bisnis.

Total asset = jumlah aktiva tetap suatu perusahaan.

Firm Value

Nilai perusahaan merupakan ukuran penting terhadap kekayaan pemegang saham (Gill & Obradovich, 2012). Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar perusahaan karena dapat memberikan kemakmuran bagi investor/pemegang saham apabila harga saham meningkat. Harga saham yang tinggi menandakan bahwa nilai perusahaan juga tinggi (White, Sondhi, & Fried, 2003). Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingkat kemakmuran para investor dan pemilik. Nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham (Sujoko & Soebintoro, 2007).

Berbagai cara akan ditempuh oleh manajemen demi meningkatkan nilai perusahaan, salah satunya adalah dengan cara meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin melalui harga saham (Brigham & Joel, 2006). Nilai perusahaan adalah penghargaan investor terhadap sebuah perusahaan yang tercermin melalui harga saham (Silveira & Baros, 2007).

Nilai perusahaan dapat dikatakan sebagai hasil kinerja sebuah perusahaan dalam satu periode. Semakin baik kinerja keuangan suatu perusahaan, kemungkinan investor untuk menginvestasikan dananya ke perusahaan akan meningkat. Hal ini disebabkan karena ketika kinerja suatu perusahaan semakin baik, maka nilai saham akan meningkat sehingga akhirnya dapat memberikan *return* yang diharapkan oleh investor (Weston & Copeland, 1997). Dengan kata lain, nilai perusahaan memicu persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering tercermin melalui harga saham (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi mengindikasikan nilai perusahaan yang tinggi juga. Ketika nilai perusahaan tinggi, maka investor akan memiliki tingkat kepercayaan yang baik terhadap perusahaan baik di masa kini maupun di masa depan.

Firm value perusahaan dapat diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Tobin's Q memiliki manfaat yang sangat baik dalam merefleksikan nilai perusahaan serta profitabilitas perusahaan dimasa mendatang (Ruan, Carthy, & Kechadi, 2011). Alasan yang mendasari penggunaan Tobin's Q sebagai nilai perusahaan adalah karena belum adanya persetujuan umum mengenai ukuran yang pasti dalam mengukur nilai perusahaan, sehingga Tobin's Q dapat digunakan sebagai alternatif yang paling tepat untuk mengukur proksi nilai perusahaan (Sulong & Nor, 2008). Alasan lainnya adalah perhitungan Tobin's Q yang sederhana dan telah digunakan secara luas pada berbagai penelitian mengenai nilai perusahaan di mancanegara.

Semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Jadi Tobin's Q merupakan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektif manajemen memanfaatkan sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya (Herawaty, 2008). Tobin's Q diukur dengan rumus :

$$Q = (\text{MVS} + \text{D}) / \text{TA}$$

dimana,

Q = *Firm value*

MVS = *Market value of all outstanding shares*

D = *Debt*

TA = *Firm's asset's*

Market value of all outstanding shares (MVS) merupakan nilai pasar saham yang diperoleh dari perkalian dari harga saham penutupan pada akhir tahun (*closing prices*) dengan jumlah saham yang beredar. Sedangkan hasil *Debt* (nilai pasar hutang) diperoleh dari persamaan berikut :

$$D = (\text{AVCL} - \text{AVCA}) + \text{AVLTD}$$

dimana,

AVCL = *Accounting value of the firm's Current Liabilities*

= *Short Term Debt + Taxes Payable*

AVCA = *Accounting value of the firm's Current Assets*

= *Cash + Account Receivable + Inventories*

AVLTD = *Accounting value of the firm's Long Term Debt*

= *Long Term Debt*

Hasil Tobin's $Q > 1$, menunjukkan bahwa investasi menghasilkan laba yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi (*overvalued*). Sebaliknya jika hasil Tobin's $Q < 1$, menunjukkan bahwa investasi menghasilkan laba yang lebih rendah daripada pengeluaran investasi (*undervalued*). Jika hasil Tobin's $Q = 1$, menunjukkan bahwa investasi menghasilkan laba yang sama dengan pengeluaran investasi (*average/stagnan*). Tingginya Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki perspektif pertumbuhan yang baik (Cronqvist & Nilsson, 2003). Tobin's Q merupakan representasi dari nilai perusahaan, dimana kenaikan harga pasar saham menunjukkan nilai perusahaan yang juga meningkat. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan ditentukan melalui harga saham.

Pengaruh CEO Duality terhadap Firm Value

Dewan Direksi adalah jantung dari tata kelola perusahaan dimana pemegang saham yang memiliki kewenangan mendelegasikan kewenangan tersebut kepada Dewan Direksi untuk mengawasi dan mengendalikan keputusan yang dibuat oleh manajemen. *CEO Duality* akan menempatkan Dewan Direksi dalam posisi yang kuat ketika mengelola kegiatan perusahaan dan juga mengawasi arah perusahaan dengan memperhitungkan masa depan yang pada akhirnya dapat menaikkan nilai perusahaan. Sebagai ketua, Dewan Direksi akan bertanggung jawab untuk menjalankan rapat dewan, pengaturan agenda, dan mengawasi proses perekrutan, menembak, dan kompensasi eksekutif (Hapeslagh & Jemison, 1991). Ketika posisi Dewan Komisaris digabungkan dengan Dewan Direksi, maka orang tersebut mampu memilih sendiri anggota dewan untuk berbagai komite dewan dan dengan menggunakan kekuasaan tersebut beliau dapat menimbulkan pengaruh besar atas kelompok-kelompok penting dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara menaikkan harga saham.

CEO Duality dalam perusahaan dapat digunakan untuk mengurangi biaya pengambilan

keputusan terutama dalam kaitannya dengan kecepatan dalam mengambil dan melaksanakan keputusan (Baliga, Moyer, & Rao, 1996). Dalam *CEO Duality*, akan sangat mungkin bagi CEO untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham ketika kepentingan CEO juga bertepatan serta sejalan dengan pemegang saham (Williamson, 1985). Konflik kepentingan yang terlibat dengan *CEO Duality* dapat menjadi alasan kenapa dibutuhkan adanya pemisahan Dewan Direksi dan Dewan Komisaris karena fungsi dewan adalah memantau kinerja manajemen puncak, sehingga pemisahan Dewan Direksi dan Dewan Komisaris perlu dilakukan dalam rangka menjaga *checks and balances*. (Rechner & Dalton, 1991). Ketika *checks and balances* telah stabil maka nilai perusahaan akan meningkat di mata investor.

H1 : CEO Duality berpengaruh terhadap Firm Value

Pengaruh CEO Duality terhadap Financial Performance

CEO Duality dapat mengurangi pemantauan peran dewan direksi atas manajer eksekutif sehingga dapat mengakibatkan dampak negatif pada kinerja perusahaan (Dayton, 1984). Pemisahan posisi dewan direksi dengan dewan komisaris akan memaksimalkan kinerja perusahaan karena dewan komisaris memiliki wewenang untuk mengawasi fungsi CEO. *CEO Duality* menyebabkan ketidakhadiran pemisahan kontrol dalam pengambilan keputusan manajemen, sehingga Dewan komisaris tidak dapat memantau dan mengevaluasi dewan direksi secara efektif (Fama & Jensen, 1983). Perangkapan jabatan sebagai CEO dan dewan tidak dapat memisahkan masing-masing peran yaitu "*decision management*" dan "*decision control*", sehingga dewan tidak dapat memonitor dan mengontrol CEO secara efektif diikuti dengan kinerja perusahaan memburuk.

Yermack (1996) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih berharga ketika posisi dewan komisaris dan dewan direksi dipisahkan. Ketika posisi dewan direksi dan dewan komisaris dipisahkan, perusahaan akan cenderung untuk mempekerjakan jumlah optimal utang dalam struktur modal mereka (Fosberg, 2004). Menurut Ehikioya (2009) ketika dewan direksi dan dewan komisaris dipisahkan, *stakeholder* cenderung memperoleh keyakinan yang lebih tinggi atas kemampuan perusahaan untuk meningkatkan modal tambahan dimana hal ini mengakibatkan kinerja perusahaan meningkat. Coles,

McWilliams, & Sen, (2001) mengemukakan bahwa *CEO Duality* dapat menghambat dewan dari tugas dan tanggung jawab dewan, termasuk menilai dan memantau kinerja manajemen, dimana hal ini nantinya dapat mengurangi kinerja perusahaan secara keseluruhan. Goyal & Park (2002) menyimpulkan bahwa omset CEO terhadap kinerja perusahaan secara signifikan lebih rendah dalam kasus *CEO Duality* berdasarkan fakta bahwa lebih sulit bagi dewan untuk menghapus dewan direksi yang juga merangkap sebagai dewan komisaris.

Kepemimpinan yang terfokus kepada satu individu dapat meningkatkan respon perusahaan dan kemampuan untuk mengamankan sumber daya perusahaan (Pfeffer & Salancik, 1978). *CEO Duality* dapat meningkatkan kinerja perusahaan karena dengan adanya satu orang yang sama merangkap sebagai dewan direksi dan dewan komisaris, maka orang tersebut dapat memonitor perusahaan dengan jelas dan dapat memiliki perintah yang unik di seluruh perusahaan (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Dalam hal ini berarti, dengan adanya *CEO Duality*, pengambilan keputusan lebih cepat dan jelas karena posisi CEO dan owner adalah satu sehingga dalam mengambil keputusan, keputusan CEO adalah final. *CEO Duality* membantu untuk menghindari kebingungan antara manajer, karyawan dan *stakeholder* lainnya serta dapat memberikan pengambilan keputusan yang lebih efektif (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Perusahaan dengan *CEO Duality* juga memiliki kepemilikan institusional dan leverage keuangan yang lebih tinggi serta menunjukkan *monitoring* eksternal yang lebih baik, dimana *CEO Duality* menciptakan kesatuan di bagian atas organisasi (Donaldson & Davis, 1991).

H2 : *CEO Duality* berpengaruh terhadap *Financial Performance*

Pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value*

Financial Performance diukur menggunakan *Return on asset* (ROA) dimana ROA mampu mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan menggunakan total aset pada masa lampau yang kemudian diproyeksikan di masa yang akan datang. Sehingga dapat dikatakan bahwa ROA dapat mengukur kinerja perusahaan dalam memberdayakan aktiva yang dimilikinya. Peningkatan kinerja keuangan perusahaan akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan

(Obradovich & Gill, 2013). Hal ini berarti semakin tingginya tingkat pengembalian aset, maka kedudukan pemilik perusahaan akan semakin baik. Hal ini menyebabkan penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat yang akhirnya berdampak pada peningkatan harga saham dan nilai perusahaan (Gill & Mathur, 2011).

Sebelum berinvestasi, para investor akan terlebih dahulu melakukan overview terhadap suatu perusahaan dengan melihat rasio keuangan sebagai alat evaluasi investasi. Hal ini disebabkan karena rasio keuangan akan mencerminkan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Ketika investor ingin melihat seberapa besar perusahaan dapat menghasilkan pengembalian atas investasi yang akan mereka tanamkan, yang akan dilihat pertama kali oleh investor adalah rasio profitabilitas, yaitu ROA. Dengan demikian, tinggi rendahnya tingkat ROA akan membuat para investor mempertimbangkan keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan.

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

METODE PENELITIAN

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *CEO Duality* dengan variabel dependen *firm value*. Sedangkan variabel interveningnya adalah *Financial Performance*. Berikut ini adalah definisi operasional dari masing-masing variabel diatas:

1. *CEO Duality*

CEO Duality merupakan seseorang yang memiliki 2 jabatan sekaligus yaitu sebagai *Chairman of Board* (dewan komisaris) dan *Chief Executive Officer* (dewan direksi) dalam sebuah perusahaan (Boot et Al. 2002).

2. *Firm Value*

Firm Value adalah penghargaan investor terhadap sebuah perusahaan yang tercermin melalui harga saham (Ruan, Carthy, & Kechadi, 2011). Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *Tobin's Q* dengan rumus :

$$Q = (MVS + D) / TA$$

3. *Financial Performance*

Financial Performance merupakan kemampuan perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan dengan menggunakan sumber daya yang efisien dan efektif (Gombola & Ketz, 1983). Rasio profitabilitas mengukur kemampuan

perusahaan menghasilkan keuangan pada tingkat penjualan asset dan modal saham tertentu. Gombola & Ketz (1983) meneliti faktor-faktor penentu kinerja perusahaan diukur dengan *Return on asset* (ROA). *Return on assets* (ROA) merupakan kemampuan perusahaan dengan seluruh modal yang bekerja didalamnya untuk menghasilkan laba operasi perusahaan. ROA diukur dengan rumus :

$$\text{ROA} = \text{net income} / \text{total asset}$$

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif. Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ 45 pada tahun 2012-2015 dengan 77 perusahaan sebagai populasi

Sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Berikut adalah kriteria penelitian: (1) Perusahaan telah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2012 sampai tahun 2015. (2) Perusahaan memiliki data laporan tahunan dan laporan keuangan yang lengkap mulai tahun 2012 sampai tahun 2015. (3) Perusahaan terdaftar dalam golongan LQ 45 selama 4 tahun berturut-turut yaitu tahun 2012 sampai tahun 2015. (4) Perusahaan yang menggunakan satuan mata uang Rupiah dalam pelaporan keuangan. (5) Perusahaan yang tidak bergerak dalam sektor perbankan. Berdasarkan kriteria di atas, jumlah sampel perusahaan adalah 52 perusahaan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan *software smartPLS* untuk mengolah dan menganalisa seluruh data penelitian. Berikut statistik dari penelitian ini:

Tabel 4.1. *Distribusi Frekuensi CEO Duality*

Variabel	Kode	Frekuensi	Persentase
CEO Duality 2012-2015	0	156	75
	1	52	25
Total		208	100

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa sebagian besar perusahaan dalam penelitian ini memiliki kategori 0 pada *CEO Duality*, yaitu sebanyak 156 data perusahaan (75%). Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan dalam penelitian ini tidak memiliki hubungan keluarga antara Dewan Komisaris dan Dewan Direksinya

Tabel 4.2. *Deskripsi ROA*

Var	n	Min	Max	Rata-rata	Std. Deviasi
ROA 2012-2015	208	-1.072	2.135	0.131	0.281

Berdasarkan Tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai minimum ROA dari perusahaan LQ 45 yang menjadi sampel penelitian yaitu sebesar -1.072 yaitu pada data BNR tahun 2013. Nilai ROA maksimum yaitu sebanyak 2.135 yaitu pada data WSKT tahun 2015. Nilai rata-rata ROA dari perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2012-2015 sebesar 0.131, menunjukkan bahwa rasio kemampuan perusahaan dengan seluruh modal yang bekerja didalamnya untuk menghasilkan laba operasi perusahaan yaitu sebesar 13.1%. Standar deviasi variabel ROA yaitu sebesar 0.281 dimana nilai tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variasi data ROA dari perusahaan sampel dalam penelitian ini relatif tinggi.

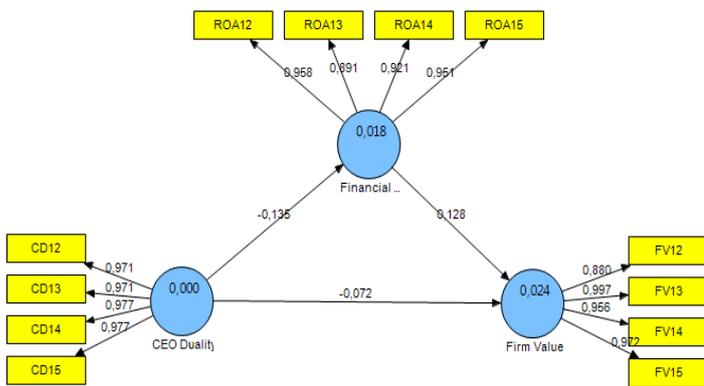
Tabel 4.3. *Deskripsi ROA*

Var	n	Min	Max	Rata-rata	Std. Deviasi
ROA 2012-2015	208	-1.539	5.978	1.350	1.089

Berdasarkan Tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai minimum Tobin's Q dari perusahaan LQ 45 yang menjadi sampel penelitian yaitu sebesar -1.539 yaitu pada data SILO tahun 2012. Nilai Tobin's Q maksimum yaitu sebanyak 5.978 pada data KLBF tahun 2014. Nilai rata-rata Tobin's Q dari perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2012-2015 sebesar 1.350, menunjukkan bahwa investasi menghasilkan laba yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi (*overvalued*) yaitu sebesar 135%. Standar deviasi variabel Tobin's Q yaitu sebesar 1.089 dimana nilai tersebut lebih rendah jika dibandingkan dengan rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variasi data Tobin's Q dari perusahaan sampel dalam penelitian ini relatif rendah.

Tahap awal yang harus dilakukan dalam analisis *Partial Least Square* (PLS) yaitu memeriksa atau mengevaluasi pengukuran dalam model yang dianalisis, yaitu melalui evaluasi *Goodness-of-fit-Outer Model*. Berikut

gambar hasil evaluasi *Goodness-of-fit-Outer Model* yang dihasilkan:



a. Convergent Validity

Evaluasi pertama pada *outer model* adalah *convergent validity*. Untuk mengukur *convergent validity* yaitu dengan melihat nilai dari masing-masing *outer loading*. Suatu indikator dikatakan memenuhi *convergent validity* jika memiliki nilai *outer loading* > 0.5. Berikut adalah nilai *outer loading* masing-masing indikator pada variabel penelitian:

Variabel	Indikator	Outer Loading
CEO Duality	CD12	0.970934
	CD13	0.970934
	CD14	0.976937
	CD15	0.976937
Financial Performance	ROA12	0.957875
	ROA13	0.891118
	ROA14	0.921093
	ROA15	0.951447
Firm Value	FV12	0.879981
	FV13	0.996985
	FV14	0.955576
	FV15	0.972266

Tabel 4.4. Nilai Outer Loading

Berdasarkan Tabel 4.4 dapat diketahui bahwa nilai *outer loading* masing-masing indikator pada ketiga variabel penelitian semuanya bernilai lebih dari 0.5. Hal ini berarti indikator-indikator yang digunakan dalam penelitian ini telah memenuhi *convergent validity*.

b. Discriminant Validity

Evaluasi kedua pada *outer model* adalah *discriminant validity*. Untuk mengukur *discriminant validity* digunakan nilai *cross loading*. Suatu indikator dikatakan memenuhi *discriminant validity* jika nilai *cross loading* indikator terhadap variabelnya lebih besar dibandingkan terhadap variabel yang lainnya. Berikut ini disajikan tabel nilai *cross loading*:

Tabel 4.5. Nilai Cross Loading

	CEO Duality	Financial Performance	Firm Value
CD12	0.970934	-0.132265	-0.068874
CD13	0.970934	-0.132265	-0.068874
CD14	0.976937	-0.130699	-0.103654
CD15	0.976937	-0.130699	-0.103654
ROA12	-0.138312	0.957875	0.116613
ROA13	-0.054732	0.891118	0.221661
ROA14	-0.175932	0.921093	0.080211
ROA15	-0.140924	0.951447	0.079663
FV12	-0.039987	0.147388	0.879981
FV13	-0.085060	0.143551	0.996985
FV14	-0.109009	0.113826	0.955576
FV15	-0.105372	0.121756	0.972266

Berdasarkan nilai *cross loading*, dapat diketahui bahwa setiap indikator yang menyusun masing-masing variabel dalam penelitian ini (nilai yang dicetak tebal) telah memenuhi *discriminant validity* karena memiliki nilai *outer loading* yang lebih besar untuk variabel yang dibentuknya dibandingkan pada variabel yang lain. Dengan demikian setiap indikator di masing-masing variabel dalam penelitian ini telah memenuhi *discriminant validity*.

c. Composite Reliability

Evaluasi berikutnya pada *outer model* adalah *composite reliability*. *Composite reliability* menguji nilai reliabilitas indikator-indikator pada suatu konstruk. Suatu konstruk atau variabel dikatakan memenuhi *composite reliability* jika memiliki nilai *composite reliability* > 0.7 (Meskipun nilai 0.6 dapat diterima). Berikut adalah nilai *composite reliability* masing-masing konstruk atau variabel:

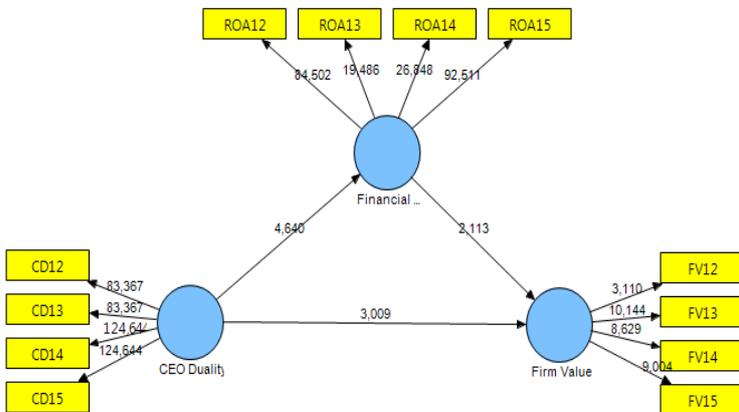
Tabel 4.6. Nilai Composite Reliability

Variabel	Composite Reliability
CEO Duality	0.986624
Executive Incentive	0.962827
Financial Performance	0.974866

Tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai *composite reliability* dari setiap variabel dalam penelitian ini nilainya lebih dari 0.7. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa masing-masing variabel telah memenuhi kriteria *reliability* yang diharapkan.

Berikut gambar hasil evaluasi *Goodness-of-fit-Inner Model* yang dihasilkan pada model penelitian:

Gambar 4.2. *Goodness-of-fit-Inner Model*



Berdasarkan pengolahan data dengan SmartPLS, dihasilkan nilai R-Square sebagai berikut:

Tabel 4.7. Nilai R-Square

Variabel	R- Square
Financial Performance	0.018
Firm Value	0.024

Nilai *R-Square* untuk variabel *Financial Performance* sebesar 0.018, memiliki arti bahwa *CEO Duality* memiliki pengaruh sebesar 1.8% terhadap *Financial Performance*. Dengan kata lain, adanya hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi dapat mempengaruhi sebesar 1.8% pada kinerja keuangan perusahaan.

Nilai *R-Square* untuk variabel *Firm Value* sebesar 0.024, memiliki arti bahwa *CEO Duality* dan *Financial Performance* memiliki pengaruh sebesar 2.4% terhadap *Firm Value*. Dengan kata lain, hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi serta adanya kinerja keuangan perusahaan dapat mempengaruhi sebesar 2.4% pada nilai perusahaan.

Pada model PLS, penilaian ketepatan prediksi (*predictive relevance*) diketahui dari nilai Q^2 . Nilai $Q^2 > 0$ menunjukkan bahwa model secara umum memiliki ketepatan prediksi yang baik. Dari Tabel 4.9 dapat dihitung nilai Q^2 sebagai berikut:

$$\text{Nilai } Q^2 = 1 - (1 - 0.018) \times (1 - 0.024) = 0.042$$

Dari hasil perhitungan diketahui nilai Q^2 sebesar 0.042, dimana nilai ini lebih besar dari nol, yang menunjukkan bahwa model structural

yang dikembangkan pada penelitian ini memiliki ketepatan prediksi yang baik.

b. Uji Hipotesis

Hipotesis penelitian dapat diterima jika nilai T Statistik > 1.96. Berikut adalah nilai koefisien (*original sample estimate*) dan nilai T Statistik yang dihasilkan pada *inner model*:

Tabel 4.10. Nilai Koefisien dan T Statistik

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)
CEO Duality -> Financial Performance	-0,134931	-0,136325	0,029081	0,029081
CEO Duality -> Firm Value	-0,072241	-0,072896	0,024010	0,024010
Financial Performance -> Firm Value	0,128461	0,126916	0,060783	0,060783

	T Statistics (O/STERR)
CEO Duality -> Financial Performance	4,639894
CEO Duality -> Firm Value	3,008737
Financial Performance -> Firm Value	2,113434

Nilai *T Statistics* pengaruh *CEO Duality* terhadap *Firm Value* adalah sebesar 3.008 yang lebih besar dari 1.96, hal ini menunjukkan bahwa adanya hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian yang menduga bahwa *CEO Duality* berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*. Nilai koefisien yang dihasilkan bernilai negatif sebesar -0.072, hal ini menunjukkan bahwa *CEO Duality* memiliki hubungan yang berlawanan arah dengan *Firm Value*, artinya adanya hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi akan berimbas pada penurunan nilai perusahaan.

Nilai *T Statistics* pengaruh *CEO Duality* terhadap *Financial Performance* adalah sebesar 4.640 yang lebih besar dari 1.96, hal ini menunjukkan bahwa adanya hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian yang menduga bahwa *CEO Duality* berpengaruh signifikan terhadap *Financial Performance*. Nilai koefisien yang dihasilkan bernilai negatif sebesar -0.135, hal ini menunjukkan bahwa *CEO Duality* memiliki hubungan yang berlawanan arah dengan *Financial Performance*, artinya adanya hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi akan berimbas pada

kecenderungan penurunan kinerja keuangan perusahaan.

Nilai *T Statistics* pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value* adalah sebesar 2.113 yang lebih besar dari 1.96, hal ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian yang menduga bahwa *Financial Performance* berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*. Nilai koefisien yang dihasilkan bernilai positif sebesar 0.128, hal ini menunjukkan bahwa *Financial Performance* memiliki hubungan yang searah dengan *Firm Value*, artinya penurunan kinerja keuangan perusahaan berimbas pada kecenderungan penurunan nilai perusahaan.

Berdasarkan perhitungan menggunakan software PLS (*Partial Least Square*) yang telah dilakukan, semua *T Statistic* memiliki angka yang lebih besar dari 1.96, hal ini mengindikasikan bahwa semua hipotesis yang ada diterima karena hubungan antar variabel adalah signifikan.

Pengaruh *CEO Duality* terhadap *Firm Value*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa H1 : *CEO Duality* berpengaruh terhadap *Firm Value* diterima. Terdapat hubungan yang negatif antara *CEO Duality* terhadap *Firm Value* yang berarti dengan adanya hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi, maka nilai perusahaan akan semakin menurun. Hal ini disebabkan karena *CEO Duality* dalam perusahaan dapat digunakan untuk mengurangi biaya pengambilan keputusan terutama dalam kaitannya dengan kecepatan dalam mengambil dan melaksanakan keputusan (Baliga, Moyer, & Rao, 1996). Dalam *CEO Duality*, akan sangat mungkin bagi CEO untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham ketika kepentingan CEO juga bertepatan serta sejalan dengan pemegang saham (Williamson, 1985). Konflik kepentingan yang terlibat dengan *CEO Duality* dapat menjadi alasan kenapa dibutuhkan adanya pemisahan Dewan Direksi dan Dewan Komisaris karena fungsi dewan adalah memantau kinerja manajemen puncak, sehingga pemisahan Dewan Direksi dan Dewan Komisaris perlu dilakukan dalam rangka menjaga *checks and balances*. (Rechner & Dalton, 1991). Ketika *checks and balances* telah stabil maka nilai perusahaan akan meningkat di mata investor.

Pengaruh *CEO Duality* terhadap *Financial Performance*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa H2 : *CEO Duality* berpengaruh terhadap *Financial Performance* diterima. Terdapat hubungan yang negatif antara *CEO Duality* terhadap *Financial Performance* yang berarti dengan adanya hubungan keluarga antara dewan komisaris dan dewan direksi, maka *Financial Performance* perusahaan semakin buruk. Hal ini disebabkan karena *CEO Duality* dapat mengurangi pemantauan peran dewan komisaris atas manajer eksekutif sehingga dapat mengakibatkan dampak negatif pada kinerja perusahaan (Dayton, 1984). Pemisahan posisi dewan direksi dengan dewan komisaris akan memaksimalkan kinerja perusahaan karena dewan komisaris memiliki wewenang untuk mengawasi fungsi dewan direksi. *CEO Duality* menyebabkan ketidakhadiran pemisahan kontrol dalam pengambilan keputusan manajemen, sehingga dewan komisaris tidak dapat memantau dan mengevaluasi dewan direksi secara efektif (Fama & Jensen, 1983). Adanya hubungan keluarga dalam posisi dewan direksi dan dewan komisaris akan mengurangi "*decision management*" dan "*decision control*", sehingga dewan komisaris tidak dapat memonitor dan mengontrol dewan direksi secara efektif yang nantinya akan diikuti dengan kinerja perusahaan yang memburuk (Goyal & Park, 2002).

Pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa H3 : *Financial Performance* berpengaruh terhadap *Firm Value* diterima. Terdapat hubungan yang positif antara *Financial Performance* terhadap *Firm Value* yang berarti semakin rendah kinerja keuangan perusahaan, maka nilai perusahaan juga akan semakin rendah. Hal ini disebabkan karena *Financial Performance* diukur menggunakan *Return on asset* (ROA) dimana ROA mampu mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan menggunakan total aset pada masa lampau yang kemudian diproyeksikan di masa yang akan datang. Sehingga dapat dikatakan bahwa ROA dapat mengukur kinerja perusahaan dalam memberdayakan aktiva yang dimilikinya.

Peningkatan kinerja keuangan perusahaan akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan (Obradovich & Gill, 2013). Hal ini berarti semakin tingginya tingkat pengembalian aset, maka kedudukan pemilik perusahaan akan semakin baik. Hal ini menyebabkan penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat yang akhirnya berdampak pada peningkatan harga saham dan nilai perusahaan (Gill &

Mathur, 2011). Sebelum berinvestasi, para investor akan terlebih dahulu melakukan overview terhadap suatu perusahaan dengan melihat rasio keuangan sebagai alat evaluasi investasi. Hal ini disebabkan karena rasio keuangan akan mencerminkan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Ketika investor ingin melihat seberapa besar perusahaan dapat menghasilkan pengembalian atas investasi yang akan mereka tanamkan, yang akan dilihat pertama kali oleh investor adalah rasio profitabilitas, yaitu ROA. Dengan demikian, tinggi rendahnya tingkat ROA akan membuat para investor mempertimbangkan keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *CEO Duality* terhadap *Firm Value* dengan *Financial Performance* sebagai variabel intervening. Penelitian ini diukur menggunakan *software Smart PLS*. Pengujian dilakukan terhadap 52 perusahaan yang terdaftar dalam LQ 45 pada periode 2012-2015 dan telah memenuhi kriteria pemilihan sampling menggunakan teknik *purposive sampling*. Berdasarkan hasil penelitian di atas dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. *CEO Duality* berpengaruh negatif terhadap *Firm Value*
2. *CEO Duality* berpengaruh negatif terhadap *Financial performance*
3. *Financial Performance* berpengaruh positif terhadap *Firm Value*

SARAN

Dari hasil penelitian ini, penulis menyarankan agar perusahaan sebaiknya meningkatkan tidak memberlakukan sistem *CEO duality* dalam perusahaannya karena dari hasil pembahasan yang ada, *CEO Duality* dapat memperburuk kinerja keuangan perusahaan yang akhirnya akan berimbas pada penurunan nilai perusahaan.

KETERBATASAN PENELITIAN

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah data *CEO duality* dalam penelitian ini hanya dilihat berdasarkan nama belakang sehingga hanya mencakup istri, orang tua, anak dan cucu (semua orang yang memiliki nama belakang yang sama). Kendati demikian, semua profile dewan komisaris dan dewan direksi yang ada dalam setiap perusahaan telah dicek melalui wikipedia. Selain itu, penelitian ini tidak memperhatikan

hubungan antara kepemilikan saham terhadap kinerja keuangan perusahaan. Terdapat beberapa penelitian yang meneliti pengaruh kepemilikan saham terhadap kinerja keuangan perusahaan (Dewi, 2011). Akan tetapi, penulis tidak meneliti hal tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Abels, P. B., & Martelli, J. T. (2013). *CEO Duality: how many hats are too many?. Corporate Governance: The international journal of business in society*, 13(2), 135-147.
- Abdillah, W., dan Jogiyanto, H.M. 2009. Konsep dan Aplikasi PLS untuk Penelitian Empiris. Edisi Pertama, BPFE-Yogyakarta
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., & Rao, R. S. (1996). *CEO Duality and firm performance: What's the fuss?. Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53.
- Blose, L. E., & Shieh, J. C. (1997). Tobin's q-Ratio and Market Reaction to Capital Investment Announcements. *Financial Review*, 32(3), 449-476.
- Boyd, B. K. (1995). *CEO Duality and firm performance: A contingency model. Strategic Management Journal*, 16(3), 301-312.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of management*, 27(1), 23-50.
- 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.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(04), 695-719.
- Dahya, J., & McConnell, J. J. (2005). Outside directors and corporate board decisions. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 37-60.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.

- Daily CM, Dalton DR, Canella AA (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data, *Aca. Manage. Rev.* 28(3): 371-383.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management journal*, 42(6), 674-686.
- Dayton, K. N. (1984), Corporate Governance: The Other Side of the Coins, *Harvard Business Review*, 62 (1): 34-47.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(3), 231-243.
- Elsayed, K. (2007), Does *CEO Duality* Really affect Corporate Performance, *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6): 1203-1224.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Facio M., Lang LHP. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *J. Finan. Econ.*, 65, pp. 365-395.
- Fosberg, R. H. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(1), 31-38.
- Ghozali, I. 2011. *Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square PLS*, Edisi 3 : Semarang. Badan Penerbit UNDIP.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3.
- Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49-66.
- Herly, M. Sisnuhadi.(2011). *Corporate governance and firm performance in Indonesia. International Journal of Governance*, 1(1), 1-20.
- Jogiyanto & Abdullah. (2009). Konsep dan Aplikasi PLS untuk Penelitian Empiris.
- Kabajeh, M. A. M., Al Nuaimat, S. M. A., & Dahmash, F. N. (2012). The relationship between the ROA, ROE and ROI ratios with Jordanian insurance public companies market share prices. *International Journal of Humanities and Social Science*, 2(11), 115-120.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2001). Transforming the balanced scorecard from performance measurement to strategic management: Part I. *Accounting horizons*, 15(1), 87-104.
- Meier, S. (2005). *How Global is Good Corporate Governance*. Ethical Investment Research Services. Retrieved September 1, 2013,
- Müller, V. O. (2014). Do corporate board compensation characteristics influence the financial performance of listed companies?. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 983-988.
- Murhadi, W. R. (2009). Studi pengaruh good corporate governance terhadap praktik earnings management pada perusahaan terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan (Journal of Management and Entrepreneurship)*, 11(1), pp-1.
- Neely, A., Gregory, M., & Platts, K. (1995). Performance measurement system design: a literature review and research agenda. *International journal of operations & production management*, 15(4), 80-116.
- Rhoades, D. L., Rechner, P. L., & Sundaramurthy, C. (2001). A Meta-analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: are "two heads better than one"? *Corporate Governance: An International Review*, 9(4), 311-319.
- Stanwick, P. A., & Stanwick, S. (2010). The relationship between corporate governance and financial performance: An empirical study of Canadian firms. *The Business Review*, 16(2), 35-42.
- 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), 55-94.
- Wulandari, E. R. (2005). Good Corporate Governance: Konsep, Prinsip, dan Praktik.
- Yermack, B. (1996), Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, 40 (2): 185-211.