

BOARD GENDER DIVERSITY AND ITS IMPACT ON FIRM VALUE AND FINANCIAL RISK

Julliana Dwi Handayani dan Yunia Panjaitan

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya

jullianadwih@gmail.com, yunia.panjaitan@atmajaya.ac.id

Abstrak. Salah satu hal yang dapat dilakukan perusahaan demi memaksimalkan nilai perusahaan adalah dengan memiliki dewan direksi yang beragam karakteristiknya. Keberagaman gender dalam dewan direksi dapat membawa dampak yang positif terhadap perusahaan. Sifat wanita yang cenderung lebih menghindari risiko ketimbang pria juga dapat mengurangi tingkat risiko yang harus ditanggung oleh perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari keberagaman gender dalam dewan direksi terhadap nilai dan risiko keuangan perusahaan. Dengan menggunakan data 51 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 hingga 2017, data dianalisis dengan metode regresi linear berganda untuk data panel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keberadaan direktur wanita berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dan pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap risiko keuangan.

Kata kunci: direktur wanita, nilai perusahaan, risiko keuangan

Abstract. One of the things that can be done to maximize firm value is by having a board of directors with diverse characteristics. Gender diversity in the firm's board of directors can bring a positive impact to the firm. Females are generally more risk-averse than males, and this could lead to a lower risk that must be borne by the firm. This study is conducted to investigate the impact of Board Gender Diversity to firm's value and financial risk. Using 51 manufacturing companies listed in the Indonesia Stock Exchange from year 2016 to 2017, data was analyzed with the multiple linear regression model for panel data. The findings suggest that the presence of female directors has a positive and significant effect to firm's value, and a negative but not significant effect to firm's financial risk.

Keywords: female directors, firm value, financial risk

PENDAHULUAN

Tujuan utama didirikannya suatu perusahaan apabila ditinjau dari sudut pandang manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan tersebut bagi pemiliknya. Salah satu hal yang dapat dilakukan oleh perusahaan dalam usaha memaksimalkan nilainya adalah dengan memiliki tata kelola yang baik. Tata kelola yang baik memerlukan kerangka tata kelola perusahaan yang jelas, melindungi kepentingan pemegang saham, peran aktif para pemangku kepentingan, transparansi informasi serta peran dan tanggung jawab dewan komisaris dan dewan direksi (Ramadhani & Adhariani, 2017).

Dewasa ini, keberagaman dalam komposisi dewan direksi (*Board Diversity*) semakin diperhatikan, karena komposisi dewan direksi memiliki peran besar dalam proses pengambilan keputusan bagi perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Komposisi dalam dewan direksi suatu perusahaan dapat bervariasi dalam hal gender atau jenis kelamin, umur, ras, etnis, pendidikan dan pengalaman kerja.

Terdapat beberapa argumen yang mendukung maupun menolak adanya keberagaman di dalam dewan direksi suatu perusahaan, terutama keberagaman gender (*Board Gender Diversity*).

Argumen yang mendukung keberadaan keberagaman gender menyatakan bahwa keberagaman gender dapat menyediakan perspektif yang beragam dalam proses pengambilan keputusan perusahaan, sehingga alternatif keputusan yang dipilih dapat lebih memperhatikan kepentingan pemangku kepentingan perusahaan. Di sisi lainnya, argumen yang menolak keberagaman gender di dalam dewan direksi perusahaan berpendapat bahwa keberagaman gender berpeluang menciptakan konflik dalam proses pengambilan keputusan sehingga kinerja dewan direksi menjadi kurang efektif.

Wanita dinilai lebih menghindari risiko (*risk averse*) daripada pria (Borghans, Golsteyn, Heckman, & Meijers, 2009). Dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan, direktur pria lebih percaya diri daripada direktur wanita, sehingga direktur pria lebih berani untuk mengambil keputusan dengan risiko tinggi, dan keputusan ini dapat berujung pada hasil kinerja perusahaan yang lebih tinggi (Huang & Kisgen, 2013).

Walaupun terdapat argumen yang menolak keberadaan keberagaman gender dalam dewan direksi perusahaan, pemerintah dari berbagai negara-negara maju sudah mengesahkan kebijakan yang mewajibkan perusahaan untuk memiliki dewan direksi yang beranggotakan sedikitnya satu wanita. Dalam laporan yang dibuat oleh Catalyst, sebuah organisasi nirlaba yang mendukung keberadaan keberagaman gender dalam dewan direksi perusahaan, dilaporkan bahwa Norwegia adalah negara yang pertama kali mengesahkan aturan tentang kewajiban adanya anggota dewan direksi wanita. Dewan direksi perusahaan publik Norwegia diwajibkan untuk terdiri dari sedikitnya 40% direktur wanita. Kebijakan negara Norwegia yang mewajibkan keberadaan direktur wanita dalam dewan direksi perusahaan ini diikuti oleh negara Spanyol pada tahun 2007 lalu Perancis, Belanda dan Australia pada tahun 2011. Beberapa negara-negara berkembang juga sudah mewajibkan kuota wanita pada dewan direksi perusahaan. Sebagai contoh, negara Kenya yang sudah mengesahkan kebijakan serupa pada tahun 2010 dan India pada tahun 2013 (Catalyst, 2014).

Terdapat beberapa penelitian yang telah dilakukan untuk melihat pengaruh keberadaan *Board Gender Diversity* (BGD) terhadap nilai ataupun kinerja keuangan perusahaan. Penelitian Agyemang-Mintah dan Schadewitz (2017) menyimpulkan bahwa keberadaan direktur wanita dalam dewan direksi institusi keuangan di Inggris memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebelum krisis perekonomian global tahun 2007-2008. Akan tetapi, setelah era krisis ekonomi global, keberadaan wanita dalam dewan direksi institusi keuangan di Inggris tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, karena perekonomian global sedang ada di tahap pemulihan setelah krisis.

Di Indonesia, Sawitri, Untoro dan Trinugroho (2016) menemukan bahwa keberadaan wanita dalam dewan direksi bank-bank di Indonesia memiliki pengaruh yang negatif terhadap kinerja keuangan perbankan. Pengaruh negatif ini terjadi karena Indonesia merupakan sebuah negara yang sektor perbankannya masih berkembang, sehingga dibutuhkan keputusan-keputusan bisnis yang berisiko tinggi, sedangkan wanita cenderung lebih menghindari risiko ketimbang pria.

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan, penulis tertarik untuk melakukan sebuah penelitian yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh keberagaman gender dalam dewan direksi terhadap nilai dan risiko keuangan yang dihadapi oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2016 hingga 2017.

Penelitian diharapkan bisa bermanfaat bagi perusahaan apabila ingin merekrut direktur berjenis kelamin wanita ke dalam dewan direksi perusahaan, bagi pemerintah apabila ingin mengeluarkan kebijakan tentang keberadaan direktur wanita dalam dewan direksi perusahaan, bagi peneliti berikutnya sebagai sumber pengetahuan dan referensi, serta bagi investor yang ingin berinvestasi pada perusahaan dengan anggota dewan direksi wanita.

KAJIAN TEORI

Terdapat sedikitnya lima teori yang mendukung keberadaan *Board Gender Diversity* di dalam sebuah perusahaan. Teori yang pertama adalah *agency theory*. *Agency theory* merupakan teori yang melakukan pemisahan kepemilikan (pemegang saham atau *principal*) dengan kontrol (manajemen atau *agent*) dalam perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Keberagaman dalam dewan direksi perusahaan dapat meningkatkan tingkat independensi dewan direksi, karena dewan direksi yang heterogen dapat mempertanyakan hal-hal yang tidak dipertanyakan oleh dewan direksi yang homogen, seperti dewan direksi yang berjenis kelamin sama (Carter, Simkins, & Simpson, 2003).

Menurut Hillman, Cannella, & Harris (2002), struktur dewan direksi yang beragam dapat meminimalisir *agency conflict*, yaitu konflik akibat adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Hal ini disebabkan karena struktur dewan direksi yang beragam dapat menyelaraskan kepentingan manajemen perusahaan dengan pemegang saham perusahaan dengan lebih baik. *Agency conflict* dapat memunculkan *agency cost*, yaitu biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan dengan tujuan memastikan bahwa manajemen tidak akan mengambil keputusan yang bersifat merugikan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

Teori pendukung keberadaan *Board Gender Diversity* yang kedua adalah *resource - dependence theory*. *Resource - dependence theory* adalah teori yang mengemukakan bahwa keberadaan suatu perusahaan bergantung pada sumber daya internal dan eksternal yang dimilikinya, dimana sumber daya tersebut bersifat terbatas, dan perusahaan harus bisa mengelolanya dengan sedemikian rupa untuk memaksimalkan kinerja keuangannya (Hillman, Withers, & Collins, 2009). Sumber daya manusia adalah salah satu unsur dari sumber daya yang ada dalam perusahaan. Sumber daya manusia dapat meliputi tenaga, pengalaman, saran yang diberikan dan pengetahuan yang dimiliki (Hillman & Dalziel, 2003). Dewan direksi dengan karakteristik yang beragam dapat membawa dampak terhadap perusahaan jika dewan direksi tersebut bisa menyelaraskan sumber daya yang dimilikinya dengan lingkungan eksternal perusahaan. Keberadaan direktur wanita bisa menambah variasi dari sumber daya perusahaan dan menciptakan perspektif yang beragam tentang pengelolaan sumber daya lainnya, sehingga pengelolaan sumber daya lainnya dapat menjadi lebih efisien (Agyemang-Mintah & Schadewitz, 2017).

Teori pendukung keberadaan *Board Gender Diversity* yang ketiga adalah *stakeholder theory*. *Stakeholder theory* menyatakan bahwa tugas utama dari dewan direksi perusahaan adalah mempertahankan hubungan yang baik dengan pemangku kepentingannya, seperti pelanggan, pemerintah, kreditur, karyawan dan lain sebagainya. Teori ini mengimplikasikan bahwa dewan direksi suatu perusahaan tidak boleh hanya berfokus untuk memperhatikan kepentingan dari pemegang sahamnya (*shareholders*) melainkan juga pemangku kepentingannya (*stakeholders*) (Pasaribu, 2017). Pemangku kepentingan perusahaan harus diperhatikan karena pemangku kepentingan memiliki peran yang penting dalam proses bisnis perusahaan, dengan harapan kepentingan mereka dapat dipenuhi perusahaan (Jensen, 2002). Salah satu harapan dari pemangku kepentingan yang mungkin muncul adalah pemegang saham, konsumen dan pemerintah yang mengharapkan pengangkatan direktur wanita ke dalam direksi perusahaan untuk mendorong terjadinya integrasi sosial (Ntim, 2015).

Teori pendukung keberadaan *Board Gender Diversity* yang keempat adalah *human capital theory*. *Human capital theory* adalah teori yang mengemukakan bahwa keterampilan dan keahlian yang dimiliki oleh sumber daya manusia suatu perusahaan bersifat unik dan tidak bisa ditransfer (*non-transferable*), sehingga nilai dari satu orang sumber daya manusia yang dari suatu perusahaan berbeda dengan nilai sumber daya manusia di perusahaan lainnya (Lepak & Snell, 1999). *Board Gender Diversity* didukung oleh *human capital theory* karena direktur wanita memiliki karakteristik

atau sifat yang berbeda dengan direktur berjenis kelamin pria, dimana hal ini dapat berguna dan membawa keuntungan bagi perusahaan. Karakteristik direktur wanita dapat berbeda dari direktur pria dalam hal pendidikan dan pengalaman (Pasaribu, 2017).

Teori pendukung keberadaan *Board Gender Diversity* yang kelima adalah *upper-echelons theory*. *Upper-echelons theory* menyatakan bahwa strategi yang ditentukan oleh sebuah perusahaan merupakan gambaran dari karakteristik demografis manajemen tingkat atasnya, dimana alternatif strategi yang dipilih dapat mempengaruhi kinerja perusahaan (Hambrick, 2007). Keberadaan direktur wanita dipandang bisa membawa input atau masukan berupa informasi dan perspektif yang unik, sehingga dapat tersedia berbagai alternatif strategi yang bisa diambil oleh perusahaan (Sawitri, Untoro, & Trinugroho, 2016).

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengetahui bagaimana keberadaan direktur wanita berpengaruh terhadap kinerja keuangan maupun nilai perusahaan. Dalam penelitian Darmadi (2011), ditemukan bahwa keberagaman gender pada dewan direksi memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan rasio *Return on Assets* (ROA). Menurut Darmadi (2011), hubungan negatif yang signifikan antara keberagaman gender dengan kinerja keuangan perusahaan disebabkan karena pengangkatan direktur wanita ke dalam dewan direksi perusahaan dilakukan atas dasar hubungan keluarga, bukan karena pengetahuan dan pengalaman yang dimiliki oleh direktur wanita yang bersangkutan. Penelitian Sawitri, Untoro, & Trinugroho (2016) menyimpulkan bahwa keberadaan direktur wanita dalam jajaran direksi perusahaan perbankan di Indonesia memiliki pengaruh yang negatif terhadap kinerja bank yang tercermin dalam rasio *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE).

Menurut Carter, Simkins & Simpson (2003), dewan direksi dengan karakteristik beragam berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang terdaftar dalam Fortune 1000. Akan tetapi, hubungan positif ini akan menjadi kurang signifikan apabila jumlah direktur eksekutif, yaitu direktur yang terlibat dalam aktivitas operasional perusahaan atau mempunyai hubungan afiliasi dengan anggota direksi lainnya, anggota dewan komisaris, ataupun dengan pemegang saham pengendali dari perusahaan yang bersangkutan. Dengan bertambahnya direktur eksekutif, peluang terjadinya konflik kepentingan dalam pengambilan keputusan perusahaan akan bertambah besar, dan hal ini akan mempengaruhi efektivitas kinerja dewan direksi.

Penelitian yang telah dilakukan oleh Gordini & Rancati (2016) memberikan kesimpulan bahwa keberadaan lebih dari satu direktur wanita dalam dewan direksi perusahaan terbuka di Italia berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Akan tetapi, apabila perusahaan di Italia hanya memiliki satu direktur wanita saja demi bisa memenuhi peraturan pemerintah negara Italia (Law 120/2011 atau dikenal dengan nama Legge Golfo-Mosca), pengaruh positif ini akan menjadi tidak signifikan karena para direktur wanita tidak memiliki pengaruh atau andil yang besar dalam proses pengambilan keputusan perusahaan.

Penelitian Pasaribu (2017) memberikan 2 kesimpulan mengenai pengaruh *Board Gender Diversity* terhadap kinerja keuangan perusahaan non perbankan yang terdaftar di Inggris pada tahun 2004 hingga 2012. Kesimpulan pertama dari penelitian tersebut adalah bahwa keberadaan direktur wanita dalam perusahaan non perbankan di Inggris berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan menggunakan rasio *Return on Assets* (ROA). Kesimpulan kedua dalam penelitian tersebut adalah bahwa pengaruh positif keberadaan direktur wanita akan menjadi signifikan apabila ukuran perusahaan kecil.

Agyemang-Mintah & Schadewitz (2017) meneliti pengaruh keberadaan *Board Gender Diversity* terhadap nilai perusahaan yang bergerak dalam industri keuangan di Inggris pada periode waktu sebelum dan sesudah krisis keuangan global pada tahun 2007-2008. Dalam penelitian tersebut, disimpulkan bahwa keberadaan direktur wanita berpengaruh positif dan signifikan

terhadap nilai perusahaan institusi keuangan di Inggris sebelum terjadinya krisis keuangan global namun tidak berpengaruh positif dan signifikan setelah terjadinya krisis.

Berdasarkan penelitian Ramadhani & Adhariani (2017), keberadaan *Board Gender Diversity* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan-perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012. Selain itu, Ramadhani & Adhariani juga meneliti pengaruh *Board Gender Diversity* terhadap efisiensi investasi perusahaan, yaitu pemilihan alternatif investasi perusahaan guna memaksimalkan nilainya di mata investor. Dalam penelitian tersebut, *Board Gender Diversity* berpengaruh signifikan, baik secara positif ataupun negatif terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Keberadaan direktur wanita di dalam dewan direksi perusahaan dinilai dapat menyediakan perspektif yang beragam dalam pengambilan keputusan perusahaan, sehingga keberadaan direktur wanita bisa meminimalisir peluang konflik antara manajemen dengan pemegang saham, lebih memperhatikan ekspektasi pemangku kepentingan perusahaan lainnya, serta mengalokasikan sumber daya perusahaan secara lebih efektif dan efisien. Pengambilan keputusan yang baik oleh dewan direksi perusahaan dapat berujung pada peningkatan kinerja dan nilai perusahaan di mata investor. Dugaan dalam penelitian ini yang akan dijadikan hipotesis penelitian adalah keberadaan *Board Gender Diversity* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H₁: *Board Gender Diversity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Wanita dinilai lebih menghindari risiko ketimbang pria (Borghans, Golsteyn, Heckman, & Meijers, 2009). Dalam pengambilan keputusan investasi atau pendanaan perusahaan, direktur wanita dengan sifat *risk averse* akan memilih alternatif keputusan yang lebih kurang berisiko. *Debt financing* akan meningkatkan *financial leverage* dan risiko keuangan yang ditanggung oleh perusahaan, yaitu risiko yang muncul akibat adanya utang (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010). Direktur wanita yang memiliki sifat *risk averse* akan lebih memilih alternatif pendanaan lain selain utang, sehingga risiko keuangan perusahaan dapat diperkecil. Dugaan dalam penelitian yang akan dijadikan hipotesis penelitian ini adalah keberadaan *Board Gender Diversity* memiliki pengaruh yang negatif terhadap risiko keuangan perusahaan.

H₂: *Board Gender Diversity* berpengaruh negatif terhadap risiko keuangan perusahaan

METODE

Dalam penelitian ini, digunakan pendekatan kuantitatif. Data penelitian berasal dari data sekunder berupa laporan tahunan (*annual report*) perusahaan yang telah dipublikasikan dalam *website* Bursa Efek Indonesia atau *website* resmi perusahaan dan harga penutupan saham dari situs Yahoo! Finance pada tahun 2016 hingga 2017. Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur.

Variabel-variabel dependen penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur menggunakan rasio Tobin's Q dan risiko keuangan yang diukur menggunakan *degree of financial leverage* (DFL). Variabel independen dalam penelitian adalah *Board Gender Diversity*. Variabel kontrol penelitian ini adalah ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, usia perusahaan dan tingkat pendidikan direktur wanita.

Tobin's Q adalah rasio yang digunakan dalam mengukur nilai perusahaan. Rumus Tobin's Q yang telah dikembangkan oleh Chung & Pruitt (1994), yaitu:

$$FIRM\ VALUE = \frac{(MVE + PS + Debt)}{TA} \quad (1)$$

Degree of Financial Leverage adalah rasio yang digunakan dalam mengukur risiko keuangan yang harus ditanggung perusahaan. Rasio ini menunjukkan dampak dari pemilihan

struktur modal perusahaan terhadap *Earnings per Share*. DFL mencerminkan perubahan EPS akibat adanya perubahan dalam laba sebelum bunga dan pajak (EBIT). Semakin tinggi DFL, maka akan semakin tinggi risiko keuangan perusahaan karena kenaikan DFL disebabkan oleh semakin banyaknya modal asing dengan beban tetap yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai aktivitasnya. Selain itu, peningkatan dalam *financial leverage* cenderung membuat investor berpikir bahwa perusahaan akan memberikan peningkatan *return* yang diperoleh, sesuai dengan teori *high risk high return* (Kevin & Panjaitan, 2018). Rumus penghitungan *degree of financial leverage* adalah (Adenugba, Ige, & Kesinro, 2016):

$$FIN RISK = \frac{\% \text{ change in EPS}}{\% \text{ change in EBIT}} \quad (2)$$

Variabel kontrol merupakan variabel yang bukan merupakan perhatian utama penelitian, namun variasi dalam variabel tersebut diduga dapat mempengaruhi hubungan antara variabel independen dan dependen sehingga dapat menimbulkan bias. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, usia perusahaan sejak melakukan penawaran saham perdana dan tingkat pendidikan dari direktur wanita dalam perusahaan.

Ukuran perusahaan (SIZE) diukur melalui menghitung logaritma natural dari total aset perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan (GROWTH) dihitung dengan menggunakan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan (*sales growth*). Usia perusahaan (APIPO) dihitung dengan menghitung jumlah tahun sejak perusahaan melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek. Tingkat pendidikan (EDUC) dari dewan direksi yang berjenis kelamin wanita diukur dengan menggunakan variabel *dummy*, dengan kriteria jika direktur wanita telah menempuh pendidikan magister, akan diberikan nilai 1, dan jika direktur wanita tidak menempuh pendidikan magister, akan diberikan nilai 0.

Kriteria dari perusahaan yang dijadikan sampel penelitian adalah: perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2016 sampai dengan 2017, dan laporan keuangannya telah diaudit oleh auditor independen; perusahaan telah menerbitkan laporan tahunannya, dan laporan tahunan tersebut dipublikasikan melalui situs Bursa Efek Indonesia atau situs resmi perusahaan; Perusahaan telah melakukan penawaran saham perdana (*Initial Public Offering/ IPO*) sebelum tahun 2016; dan anggota dewan direksi perusahaan pernah terdiri dari satu direktur wanita dalam kurun waktu tahun 2016 hingga 2017. Berdasarkan kriteria yang telah dijabarkan, dari 154 perusahaan bidang manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, hanya 51 perusahaan yang memenuhi syarat untuk menjadi sampel penelitian.

Metode analisis data yang digunakan adalah analisis statistika deskriptif dan analisis regresi data panel. Untuk mengetahui metode analisis data panel mana yang akan digunakan dalam analisis regresi data panel, dilakukan *heterogeneity test (redundant fixed effects test)* dan *Hausman Test*. Analisis statistika deskriptif dilakukan dengan *software* Microsoft Excel, sedangkan analisis regresi data panel dilakukan dengan *software* Eviews.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Unsur statistika deskriptif yang dipilih untuk penelitian ini adalah rata-rata (*mean*), deviasi, nilai maksimum dan minimum serta penghitungan jumlah objek penelitian yang memenuhi kriteria tertentu (khusus untuk variabel tingkat pendidikan). Pengolahan data untuk analisis statistika deskriptif dilakukan dengan *software* Microsoft Excel. Variabel yang digunakan adalah nilai perusahaan dan risiko keuangan sebagai variabel dependen, *Board Gender Diversity* sebagai variabel independen, dan size, growth, APIPO serta educ sebagai variabel kontrol.

Tabel 1. Statistika Deskriptif

Variabel	N	Rata-rata	Standar Deviasi	Nilai Maksimum	Nilai Minimum
Tobin's Q	102	1.8748	3.4647	22.8657	0.1662
Fin Risk	102	-0.5802	17.0820	46.6668	-137.2471
Female Directors	102	26%	14%	67%	0%
Size	102	28.5350	1.6721	32.1077	25.2156
Growth	102	6.75%	14.99%	47.33%	-49.55%
APIPO	102	20.0882	9.3121	40	1

Sumber : olahan data sekunder

Tabel 2. Statistika Deskriptif

Tahun	Perusahaan dengan Direktur Wanita S2	Perusahaan dengan Direktur Wanita Tidak S2
2016	14	37
2017	17	34

Sumber : olahan data sekunder

Untuk nilai perusahaan sebagai variabel dependen yang pertama, akan dilakukan analisis regresi data panel. Dalam analisis regresi data panel, perlu dilakukan pengujian untuk menentukan metode analisis data yang akan digunakan. Pertama, dilakukan *heterogeneity test/ redundant fixed effects test* untuk membandingkan estimator mana yang lebih cocok untuk digunakan antara *pooled OLS* dan *fixed effects estimator*. Hipotesis yang digunakan untuk *redundant fixed effects test*:

$H_0: \beta_{1i} = \beta_{1j}$ for all $i, j, i \neq j$ (tidak ada heterogenitas pada intercept)

$H_1: \beta_{1i} \neq \beta_{1j}$ for all $i \neq j$ (ada heterogenitas pada intercept)

$$\alpha = 0.05$$

$$X_{stat}^2 \sim X_{\alpha, df}^2$$

Output Eviews *redundant fixed effects test* untuk persamaan regresi yang pertama adalah sebagai berikut:

Tabel 3. Redundant Fixed Effects Test – Firm Value

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section	33.030232	(50,46)	0.0000
Cross-section Chi-square	368.044283	50	0.0000

Sumber : Hasil olahan statistik

Dari Tabel 3 diperoleh Prob. Cross-section Chi-square (p value) < 0.05, sehingga H_0 ditolak. Tersedia cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa terdapat heterogenitas pada intersep, dan dapat disimpulkan bahwa *fixed effects estimator* lebih baik daripada *pooled OLS estimator* untuk model persamaan regresi yang pertama.

Berikutnya, dilakukan Hausman Test untuk membandingkan estimator mana yang lebih cocok untuk digunakan antara *fixed effects estimator* dan *random effects estimator*. Hipotesis yang digunakan untuk Hausman Test:

$H_0: corr(X_{it}, U_{it}) = 0$ (regresor tidak berkorelasi dengan variabel time – invariant pada error); pilih Random Effects

$H_1: corr(X_{it}, U_{it}) \neq 0$ (regresor berkorelasi dengan variabel time – invariant pada error); pilih Fixed Effects

$$\alpha = 0.05$$

$$X_{stat}^2 \sim X_{\alpha,df}^2$$

Output Eviews Hausman Test untuk persamaan regresi yang pertama adalah sebagai berikut:

Tabel 4. Hausman Test – Firm Value

Test Summary	Chi-Sg. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob
Cross-section random	36.536662	5	0.0000

Sumber : Hasil olahan statistik

Dari Tabel 4 diperoleh *Prob. Cross-section random* < 0.05, sehingga H_0 ditolak. Ada cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa regresor tidak berkorelasi dengan variabel *time-invariant* pada error, dan dapat disimpulkan bahwa *fixed effects estimator* masih lebih baik daripada *random effects estimator*.

Untuk *Firm Value* sebagai variabel dependen pertama, metode analisis data yang digunakan adalah *fixed effects estimator*. Hasil estimasi untuk persamaan regresi yang pertama adalah sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Regresi Berganda – Firm Value

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	94.81499	18.71400	5.066526	0.0000
FEMALE	8.119392	2.795932	2.904002	0.0056
SIZE	-3.681410	0.679272	-5.419644	0.0000
GROWTH	-0.076495	0.858096	-0.089145	0.9294
APIPO	0.540517	0.170835	3.163978	0.0028
EDUC*FEMALE	-8.568483	2.304590	-3.718007	0.0005
Effect Specification				
R-squared	0.975057			
Adjusted R-squared	0.945235			

Sumber : hasil olahan statistik

Berdasarkan *output Eviews* diatas (Tabel 5) persamaan regresi yang pertama dalam penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned}
 FIRM\ VALUE = & 94.81499 + 8.119392\ FD_{it} - 3.681410\ SIZE_{it} \\
 & - 0.076495\ GROWTH_{it} + 0.540517\ APIPO_{it} \\
 & - 8.568483\ EDUC * FEMALE_{it} + e_{it}
 \end{aligned}$$

Selanjutnya, berdasarkan *output Eviews* yang sama, dilakukan uji t. Uji t digunakan untuk menguji apakah masing-masing variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Apabila p-value dari suatu variabel independen bernilai kurang dari 0.05, maka H_0 akan ditolak. Hal ini memiliki arti bahwa variabel independen tersebut berpengaruh signifikan secara positif atau negatif terhadap variabel dependen. Pengujian terhadap hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah *one-tailed test*. *Output p-value* yang ada di *Eviews* merupakan output untuk *two-tailed test*, sehingga p-value yang ada di *output Eviews* harus dibagi dua untuk mengetahui p-value untuk *one-tailed test*.

P-value dari variabel FEMALE sebesar 0.0056 merupakan P-value untuk *two-tailed test*, sehingga nilai tersebut harus dibagi dua terlebih dahulu untuk mengetahui p-value dari *one-tailed test*-nya. P-value dari *one-tailed test* sebesar 0.0028 menunjukkan pengaruh yang signifikan, karena nilainya lebih rendah daripada α (0.05). Koefisien regresi untuk variabel FEMALE sebesar 8.119392

memiliki arti pengaruh yang positif. Setiap kenaikan 1 satuan dari FEMALE akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 8.119392 satuan, dengan asumsi variabel independen lainnya bersifat konstan.

Hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Carter, Simkins & Simpson (2003), Gordini & Rancati (2016), Pasaribu (2017) dan Agyemang-Mintah & Schadewitz (2017). Hasil penelitian ini juga dapat mendukung pernyataan yang dibuat oleh Menteri Keuangan Indonesia, Sri Mulyani pada diskusi panel *Empowering Women in the Workplace* yang diselenggarakan oleh *International Monetary Fund* (IMF) bulan Oktober 2018 di Bali. Dalam diskusi panel tersebut, Sri Mulyani memaparkan bahwa keberadaan wanita di tempat kerja dapat memberi manfaat yang positif terhadap keluarga, ekonomi dan masyarakat (Jiang, 2018).

Pengaruh positif dari keberadaan direktur wanita terhadap nilai perusahaan dapat terjadi karena direktur wanita bisa memberikan perspektif yang beragam dalam pengambilan keputusan perusahaan dan memperhatikan kepentingan pemangku kepentingannya, sehingga kinerja perusahaan dapat meningkat dan pada akhirnya nilai perusahaan juga dapat ditingkatkan.

Berdasarkan penilaian psikologis *Complex Moral Reasoning* (CMR), yaitu penilaian yang menguji kemampuan seseorang dalam mengambil keputusan yang adil dan mempertimbangkan kepentingan pihak lain, wanita terbukti memiliki tingkat CMR yang lebih tinggi daripada pria. Hal ini mengindikasikan bahwa wanita lebih bisa menganalisis situasi yang terjadi di sekitarnya secara lebih baik karena wanita dinilai lebih terbuka untuk belajar tentang hal baru dan memahami perspektif dari sudut pandang yang berbeda, sehingga keputusan yang diambil dapat dipandang lebih adil (*fair*), karena turut mempertimbangkan kepentingan pihak lain (Bart & McQueen, 2013).

Dewan direksi perusahaan yang heterogen atau beragam mampu membuat keputusan dengan mempertimbangkan alternatif-alternatif yang ada secara lebih matang ketimbang dewan direksi yang homogen, memiliki pemahaman yang lebih baik terhadap target pasar perusahaan, meningkatkan kreativitas dan inovasi di lingkungan internal perusahaan sehingga terjadi peningkatan citra perusahaan di mata publik, terutama pemegang saham perusahaan (Smith, Smith, & Verner, 2005).

Untuk risiko keuangan sebagai variabel dependen yang kedua, akan dilakukan analisis regresi data panel. Dalam analisis regresi data panel, perlu dilakukan pengujian untuk menentukan metode analisis data yang akan digunakan. Pertama, dilakukan *heterogeneity test/ redundant fixed effects test* untuk membandingkan estimator mana yang lebih baik antara *pooled OLS* dan *fixed effects estimator*.

Output Eviews *redundant fixed effects test* untuk persamaan regresi yang kedua adalah sebagai berikut:

Tabel 6. Redundant Fixed Effects Test – Fin Risk

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section	1.101261	(50,46)	0.3715
Cross-section Chi-square	80.284510	50	0.0042

Sumber : Hasil olahan statistik

Hipotesis yang digunakan untuk *redundant fixed effects test*:

$H_0: \beta_{1i} = \beta_{1j}$ for all $i, j, i \neq j$ (tidak ada heterogenitas pada intercept)

$H_1: \beta_{1i} \neq \beta_{1j}$ for all $i \neq j$ (ada heterogenitas pada intercept)

$$\alpha = 0.05$$

$$X_{stat}^2 \sim X_{\alpha, df}^2$$

Dari output Eviews pada Tabel 6 diperoleh Prob. Cross-section Chi-square (p value) < 0.05, sehingga H_0 ditolak. Tersedia cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa terdapat heterogenitas pada

intersep, dan dapat disimpulkan bahwa *fixed effects estimator* lebih baik daripada *pooled OLS estimator* untuk model persamaan regresi yang kedua.

Berikutnya, akan dilakukan Hausman Test untuk membandingkan estimator mana yang lebih baik antara *fixed effects estimator* dan *random effects estimator*.

Output Eviews Hausman Test untuk persamaan regresi yang kedua adalah sebagai berikut:

Tabel 7. Hausman Test – Fin Risk Value

Test Summary	Chi-Sg. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob
Cross-section random	3.698920	5	0.5935

Sumber : Hasil olahan statistik

Dari Tabel 7 di atas diperoleh Prob. Cross-section random > 0.05, sehingga H_0 tidak ditolak. Tidak ada cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa regresor tidak berkorelasi dengan variabel *time-invariant* pada eror, sehingga bisa disimpulkan bahwa *random effects estimator* masih lebih baik daripada *fixed effects estimator*.

Untuk *Financial Risk* sebagai variabel dependen yang kedua, metode analisis data yang digunakan adalah *random effects estimator*. Hasil estimasi *random effects estimator* untuk persamaan regresi yang kedua adalah sebagai berikut:

Tabel 8. Hasil Regresi Berganda – Fin Risk

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.84503	34.05413	0.347830	0.7287
FEMALE	-13.50531	17.08687	-0.790391	0.4312
SIZE	-0.550298	1.154229	-0.476767	0.6346
GROWTH	20.40654	11.91451	1.712746	0.0900
APIPO	0.257052	0.195331	1.3159874	0.1913
EDUC*FEMALE	2.962457	13.00330	0.227823	0.8203
Effect Specification				
R-squared	0.052828			
Adjusted R-squared	0.003496			

Sumber : Hasil olahan statistik

Berdasarkan output Eviews di atas, persamaan regresi yang kedua dalam penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned}
 FIN\ RISK = & 11.84503 - 13.50531\ FEMALE_{it} - 0.550298\ SIZE_{it} \\
 & + 20.40654\ GROWTH_{it} + 0.257052\ AGE_{it} \\
 & + 2.962457\ EDUC * FEMALE_{it} + e_{it}
 \end{aligned}$$

Selanjutnya, berdasarkan output Eviews yang sama, dilakukan uji t. Uji t digunakan untuk menguji apakah masing-masing variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Berdasarkan hipotesis yang telah dipaparkan di Bab III, apabila p-value dari suatu variabel independen bernilai kurang dari 0.05, maka H_0 akan ditolak, dan hal ini memiliki arti bahwa variabel independen tersebut berpengaruh signifikan secara positif atau negatif terhadap variabel dependen.

Pengujian terhadap hipotesis dalam penelitian ini adalah *one-tailed test*. Output p-value yang ada di Eviews merupakan output untuk *two-tailed test*, sehingga p-value yang ada di output Eviews harus dibagi dua untuk mengetahui p-value untuk *one-tailed test*.

P-value dari variabel FEMALE sebesar 0.4312 merupakan P-value untuk *two-tailed test*, sehingga nilai tersebut harus dibagi dua terlebih dahulu untuk mengetahui p-value dari *one-tailed test*-nya. P-value dari *one-tailed test* sebesar 0.2156 tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, karena nilainya lebih tinggi daripada α (0.05). Koefisien regresi untuk variabel FEMALE sebesar -13.50531 memiliki arti pengaruh yang negatif, dimana setiap kenaikan 1 satuan dari FEMALE akan menurunkan risiko keuangan perusahaan sebesar 13.50531 satuan, dengan asumsi variabel independen lainnya bersifat konstan.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menguji pengaruh dari keberagaman gender dalam dewan direksi terhadap risiko keuangan yang harus ditanggung oleh perusahaan. Berdasarkan *output Eviews* dari Tabel 8, diperoleh p-value variabel FEMALE sebesar 0.4312. P-value dari *one-tailed test* sebesar 0.2156 tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, karena nilainya lebih tinggi daripada tingkat signifikansi (α) sebesar 0.05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Board Gender Diversity* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap risiko keuangan perusahaan.

Akan tetapi, dari *output Eviews* yang sama, dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel FEMALE adalah -13.50531, yang berarti keberadaan direktur wanita dalam dewan direksi memiliki pengaruh negatif (walaupun tidak signifikan) terhadap risiko keuangan yang harus ditanggung oleh perusahaan.

Pengaruh tidak signifikan dari keberadaan anggota dewan direksi berjenis kelamin wanita terhadap risiko keuangan perusahaan disebabkan karena direktur wanita yang ada merupakan direktur eksekutif, yaitu direktur yang terlibat langsung dalam aktivitas operasional perusahaan atau mempunyai hubungan afiliasi dengan sesama anggota direksi, anggota dewan komisaris, ataupun dengan pemegang saham pengendali perusahaan yang bersangkutan. Keberadaan direktur eksekutif dapat memperbesar peluang terjadinya konflik kepentingan dalam proses pengambilan keputusan perusahaan dan membuat keputusan yang diambil oleh direktur wanita menjadi kurang objektif, seperti yang dipaparkan oleh Carter, Simkins, & Simpson (2003).

Selain itu, pengaruh tidak signifikan dari keberadaan anggota dewan direksi berjenis kelamin wanita terhadap risiko keuangan perusahaan juga bisa dijelaskan melalui hasil analisis statistika deskriptif dari penelitian ini. Pada tabel 1, dapat dilihat bahwa rata-rata persentase anggota direktur wanita dalam dewan direksi perusahaan adalah sebesar 26%, yang mengakibatkan direktur wanita masih kalah suara dalam proses pengambilan keputusan perusahaan.

Di sisi lain, pengaruh negatif dari keberadaan direktur wanita terhadap risiko keuangan perusahaan disebabkan karena wanita memiliki sifat lebih menghindari risiko (*risk-averse*) daripada pria (Borghans, Golsteyn, Heckman, & Meijers, 2009). Hal ini akan mengakibatkan dalam pengambilan keputusan investasi atau pendanaan perusahaan, direktur wanita akan mengambil keputusan dengan risiko yang lebih rendah (Huang & Kisgen, 2013).

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ramadhani & Adhariani (2017). Di dalam penelitiannya, Ramadhani & Adhariani menarik kesimpulan bahwa tidak adanya pengaruh negatif ataupun positif dari keberadaan direktur wanita terhadap efisiensi investasi perusahaan disebabkan karena adanya *moral hazard*, yaitu dewan direksi perusahaan yang lebih mementingkan kepentingan pribadinya ketimbang kepentingan bersama. Hal ini dapat berakibat pada pilihan alternatif keputusan investasi atau pendanaan perusahaan yang tidak memperhatikan risiko yang harus ditanggung oleh perusahaan secara keseluruhan, melainkan hanya menguntungkan pihak-pihak tertentu saja.

PENUTUP

Board Gender Diversity memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin besar proporsi direktur wanita dalam dewan direksi perusahaan, akan semakin

besar nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena keberadaan direktur wanita dalam dewan direksi perusahaan mampu menyediakan perspektif yang beragam dalam pengambilan keputusan perusahaan, sehingga alternatif keputusan yang diambil dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan mengakibatkan valuasi investor terhadap perusahaan meningkat.

Di sisi lain, *Board Gender Diversity* memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap risiko keuangan perusahaan. Pengaruh negatif ini disebabkan karena wanita memiliki sifat yang lebih menghindari risiko (*risk averse*) ketimbang pria, sedangkan pengaruh yang tidak signifikan disebabkan karena proporsi direktur wanita dalam dewan direksi masih terlalu kecil jika dibandingkan dengan direktur pria, sehingga direktur wanita masih kalah suara dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Pengaruh yang tidak signifikan juga disebabkan karena direktur wanita yang ada dalam dewan direksi merupakan direktur eksekutif, yakni direktur yang terlibat langsung dalam aktivitas perusahaan atau memiliki afiliasi dengan anggota dewan direksi atau dewan komisaris lainnya ataupun pemegang saham pengendali perusahaan. Hal ini dapat mengakibatkan peluang terjadinya konflik kepentingan bertambah besar dan membuat keputusan yang diambil menjadi kurang objektif.

Bagi peneliti berikutnya, terdapat beberapa saran yang dapat penulis berikan. Pertama, sebaiknya penelitian berikutnya hanya berfokus pada keberadaan direktur keuangan yang berjenis kelamin wanita jika ingin meneliti pengaruh *Board Gender Diversity* terhadap risiko keuangan perusahaan. Kedua, penelitian berikutnya disarankan untuk tidak membatasi diri pada risiko keuangan, melainkan melihat pengaruh keberadaan direktur berjenis kelamin wanita terhadap total risiko yang harus ditanggung perusahaan, yaitu risiko bisnis dan risiko keuangan.

DAFTAR RUJUKAN

- Adenugba, A. A., Ige, A. A., & Kesinro, O. R. (2016). Financial Leverage and Firms' Value: a Study of Selected Firms in Nigeria. *European Journal of Research and Reflection in Management Sciences*, Vol. 4(Iss 1), 14-32.
- Agyemang-Mintah, P., & Schadewitz, H. (2017). Gender Diversity and Firm Value: Evidence from UK Financial Institutions. *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Bart, C., & McQueen, G. (2013). Why Women Make Better Directors. *International Journal of Business Governance and Ethics*, Vol. 8(Iss 1), 93-99.
- Borghans, L., Golsteyn, B. H., Heckman, J. J., & Meijers, H. (2009). Gender Differences in Risk Aversion and Ambiguity Aversion. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7(Iss 2-3), 649-658.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2017). *Fundamentals of Financial Management: Concise, Ninth Edition*. Boston: Cengage Learning.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value. *The Financial Review*, Vol. 38, 33-53.
- Catalyst. (2014). *Increasing Gender Diversity on Boards: Current Index of Formal Approaches*. New York: Catalyst.
- Chay, J.-B., Kim, H., & Suh, J. (2015). Firm Age and Valuation: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 44, 721-761.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management Journal*, Vol. 23(Iss 3), 70-74.
- Cox, T. H., & Blake, S. (1991). Managing Cultural Diversity: Implications for Organizational Competitiveness. *Academy of Management Executive Journal*, Vol. 5(No. 3), 45-56.

- Darmadi, S. (2011). Board Diversity and Firm Performance: The Indonesian Evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, Vol. 8.
- Ekananda, M. (2014). *Analisis Ekonometrika Data Panel bagi Penelitian Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Ghosh, S. (2007). Bank Debt Use and Firm Size: Indian Evidence. *Small Business Economics Journal*, Vol 29, 15-23.
- Ghozali, I. (2001). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gordini, N., & Rancati, E. (2016). Gender Diversity in the Italian Boardroom and Firm Financial Performance. *Management Research Review*, Vol. 40(Iss 1), 75-94.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory: An Update. *Academy of Management Review*, 334-343.
- Haruman, T. (2008). Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Finance and Banking Journal*, 150-165.
- Herrmann, P., & Datta, D. K. (2005). Relationships between Top Management Team Characteristics and International Diversification: an Empirical Investigation. *British Journal of Management*, Vol. 16, 69-78.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review*, Vol 28(No. 3), 383-396.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and Racial Minorities in the Boardroom: How Do Directors Differ? *Journal of Management*, Vol 28(Iss. 6), 747-763.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 1404-1427.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives? *Journal of Financial Economics*, 822-839.
- Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, Vol 12(No. 2), 235-256.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jiang, D. X. (2018, Oktober 9). *Empowering Women in the Workplace*. Diambil kembali dari IMF Connect: https://www.imfconnect.org/content/imf/en/annual-meetings/calendar/open/2018/10/09/empowering_womenintheworkplace_132391.html?calendarCategory=QU0gUGxlbmFyeQ==.SU1GQw==.Ry0yMA==.U2VtaW5hcg==.QW5hbHl0aWNhbCBDDb3JuZXI=.Q2FwYWNPdHkgRGV2ZWxvcG1lbnQ=.TmV3IEVjb2
- Jordan, B. D., Miller, T. W., & Dolvin, S. D. (2015). *Fundamentals of Investments: Valuation and Management, Seventh Edition*. New York: McGraw-Hill Education.
- Karnadi, E. B. (2017). *Panduan Eviews untuk Ekonometrika Dasar*. Jakarta: PT Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Kevin, X., & Panjaitan, Y. (2018). Dampak Financial Leverage dan Operating Leverage terhadap Nilai Perusahaan di BEI Periode 2015-2017. *Prosiding Working Papers Series in Management*, Vol. 10(Iss 2), 215-232.
- Lepak, D. P., & Snell, S. A. (1999). The Human Resource Architecture: Toward a Theory of Human Capital Allocation and Development. *Academy of Management Review*, 31-48.
- May, A. (2017). Simple Descriptive Statistics. Dalam *The SAGE Encyclopedia of Communication Research Methods* (hal. 1602-1606). Thousand Oaks: SAGE Publications, Inc.

- Ntim, C. G. (2015). Board Diversity and Organizational Valuation: Unravelling the Effects of Ethnicity and Gender. *Journal of Management and Governance*, Vol 19(No. 1), 167-195.
- Pasaribu, P. (2017). Female Directors and Firm Performance: Evidence from UK Listed Firms. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 145-166.
- Pole, J. D., & Bondy, S. J. (2012). Control Variables. Dalam N. J. Salkind (Penyunt.), *Encyclopedia of Research Design* (hal. 253-254). Thousand Oaks: SAGE Publications, Inc.
- Purwohandoko. (2017). The Influence of Firm's Size, Growth and Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator: A Study on the Agricultural Firms Listed in the Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 9(Iss 8), 103-110.
- Ramadhani, Z. I., & Adhariani, D. (2017). Semakin Beragam Semakin Baik? Isu Keberagaman Gender, Keuangan dan Investasi Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 21(Iss 1), 1-13.
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). Building a Business Case for Diversity. *The Academy of Management Executive (1993-2005)*, Vol. 11(Iss 3), 21-31.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Sawitri, H. S., Untoro, W., & Trinugroho, I. (2016). Women in Top Management and Bank Performance: Evidence from Indonesia. *Indonesian Capital Market Review* 8, 23-31.
- Siddiqui, S. S. (2015). The Association Between Corporate Governance and Firm Performance - A Meta-Analysis. *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 23(Iss 3), 218 - 237.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2005). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms. *IZA Discussion Paper*(Iss 1708).