

PENGARUH DIVERSITAS DEWAN DIREKSI TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2008-2011

Oleh: Eni Puji Astuti

ABSTRAK

Nilai pasar perusahaan dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Salah satu cara meningkatkan nilai perusahaan yaitu dengan menerapkan praktik *corporate governance*. Dalam literatur *corporate governance*, diversitas dewan sering disebut dapat meningkatkan keefektifan dewan dan monitoring, yang kemudian akan meningkatkan kinerja perusahaan sehingga nilai perusahaan menjadi lebih baik.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Board diversity* yang diukur melalui 4 variabel, yaitu variasi gender dalam anggota dewan direksi, keberadaan WNA dalam anggota dewan, usia dewan direksi, dan latar belakang pendidikan anggota dewan direksi, dengan *leveraged* dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol terhadap kinerja perusahaan dalam perspektif *corporate governance*. Sedangkan kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan *price to book value* sebagai ukuran penilaian. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2012. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*, jumlah sampel yang diperoleh dari tahun 2008 sampai 2012 masing-masing 31 perusahaan, sehingga jumlah sampel seluruhnya 124 sampel. Teknik analisis penelitian ini adalah dengan menggunakan data panel.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa proposi dewan direksi wanita, keberadaan warga negara asing, usia dan latar belakang pendidikan anggota dewan direksi tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Kata Kunci: *Corporate governance, board diversity, price to book value*, nilai perusahaan

PENDAHULUAN

Tujuan pendirian perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Peningkatan nilai perusahaan dapat dicapai jika perusahaan mampu menciptakan lingkungan yang kondusif untuk berlangsungnya operasional perusahaan yang baik, efisien dan menguntungkan..

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan

yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan sangat penting karena nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kesejahteraan pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Menurut Fama (1978) nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual pada saat terjadinya transaksi disebut nilai pasar perusahaan (*market value*). Nilai pasar perusahaan ini dianggap cerminan dari

nilai aset perusahaan sesungguhnya. Salah satu cara meningkatkan nilai perusahaan yaitu dengan menerapkan praktik *corporate governance*.

Salah satu penyebab rentannya perusahaan-perusahaan di Indonesia terhadap gejolak perekonomian adalah lemahnya penerapan *good corporate governance*. *Good Corporate Governance (GCG)* pada dasarnya merupakan konsep yang menyangkut struktur perseroan, pembagian tugas, pembagian kewenangan, pembagian beban tanggung jawab masing-masing unsur dari struktur perseroan. Prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* diatur dalam Peraturan Bank Indonesia No. 8/14/PBI/2006 yaitu *Transparency* (Transparansi), *Accountability* (Akuntabilitas), *Responsibility* (Pertanggungjawaban), dan *Fairness* (Kewajaran). Terjadinya kejahatan dan pelanggaran di pasar modal diasumsikan beberapa alasan yaitu kesalahan pelaku, kelemahan aparat yang mencakup integritas dan profesionalisme serta kelemahan peraturan.

Selain keterkaitan antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan, salah satu isu yang berkaitan dengan *corporate governance* adalah *board diversity* atau keragaman direksi. *Board Diversity* akan mempengaruhi komposisi dewan direksi yang nantinya

akan mempengaruhi implementasi *corporate governance*. Adanya keragaman direksi dipercaya dapat mempengaruhi nilai perusahaan, baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang (Cox dan Blake 1991, Robison dan Dechant 1997, sebagaimana dikutip oleh Carter, D.A., B. J. Simkims, dan W.G. Simpson. (2003). Keragaman direksi diduga memberikan dampak yang positif. Semakin besar keragaman dalam anggota dewan dapat menimbulkan semakin banyak konflik, namun keragaman tersebut dapat memberikan alternatif penyelesaian terhadap suatu masalah yang semakin beragam daripada anggotadewan yang homogen. Selain itu, keragaman dalam dewan direksi memberikan karakteristik yang unik bagi perusahaan yang dapat menciptakan nilai tambah.

Beberapa hal penting dalam karakteristik latar belakang direksi yang dianggap dapat berpengaruh terhadap keputusan yang dihasilkan perusahaan adalah gender, ras, usia anggota dewan dan latar belakang pendidikan anggota dewan. Isu ini menjadi perhatian publik sebagai akibat dari pemberitaan di media, permintaan pemegang saham dan persyaratan yang diajukan oleh institusional besar. Sebagai contoh *Interfaith Center For Corporate Responsibility (ICCR)* telah mensponsori

permintaan pemegang saham yang mewajibkan perusahaan besar untuk meningkatkan dan melaporkan diversitas dewan direksi Carter, D.A., B. J. Simkims, dan W.G. Simpson. (2003)

Adanya anggota dewan direksi dengan kebangsaan asing juga merupakan salah satu ukuran diversitas dewan yang sering digunakan dalam penelitian. Oxelheim dan Randoy (2001); Marimuthu (2008); Ararat, M., M. Aksu, dan A. T. Cetin. (2010) menemukan pengaruh positif keberadaan dewan direksi asing atau etnis minoritas pada nilai perusahaan. Namun penelitian ini berdasarkan pada negara Norwegia, Swedia, yang merupakan negara dengan sistem yang berada diantara *one tier system* dan *two tier system*. Dan penelitian yang dilakukan di negara yang menganut *one tier system* seperti di US.

Di Indonesia sendiri menggunakan *two tier system*, dimana adanya pemisahan yang jelas antara dewan direksi dengan dewan komisaris. sehingga efektivitas dari dewan direksi menjadi faktor kunci dalam fungsinya untuk *monitoring* yang berimplikasi pada naiknya nilai perusahaan. Namun demikian di Indonesia, penelitian mengenai pengaruh diversitas dewan direksi dengan nilai perusahaan masih sangat jarang. Salah satu penelitian tentang pengaruh diversitas dewan direksi

dengan nilai perusahaan ditulis oleh Kusumastuti, S., Supatmi, dan P. Sastra. 2006. Namun definisi *board of director* (BOD) yang digunakan oleh Kusumastuti, S., Supatmi, dan P. Sastra. (2006) masih kurang tepat, dimana Kusumastuti menggunakan *one tier system* didalam penelitiannya, sehingga penulis termotivasi untuk menggunakan pendekatan yang sedikit berbeda dengan pendekatan yang dilakukan Kusumastuti, S., Supatmi, dan P. Sastra. 2006 dengan memakai sistem *two-tier system*, yang memisahkan peranan direksi sebagai pengelola dan komisaris sebagai pengawas. Selain itu penelitian ini mencoba mengukur diversitas dewan sebagai satu ukuran. Diversitas dewan dikatakan tinggi bila terdapat variasi gender, kebangsaan, umur, dan latar belakang pendidikan.

Good Corporate Governance Dengan Nilai Perusahaan

Corporate governance merupakan mekanisme untuk mengatur dan mengelola bisnis, serta untuk meningkatkan kemakmuran perusahaan. Tujuan utama *good corporate governance* adalah untuk meningkatkan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). Mekanisme *corporate governance* yang baik akan memberikan perlindungan kepada para pemegang saham dan kreditor

untuk memperoleh kembali atas investasi dengan wajar, tepat dan seefisien mungkin, serta memastikan bahwa manajemen bertindak sebaik yang dilakukannya untuk kepentingan perusahaan. Dey Report (1994) mengemukakan bahwa *corporate governance* yang efektif dalam jangka panjang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan menguntungkan para pemegang saham. Penelitian oleh Denis, (2001), menyatakan bahwa *corporate governance* sangat erat kaitannya dengan nilai perusahaan. Selain itu, penerapan *corporate governance* turut dipengaruhi oleh sistem yang digunakan oleh perusahaan.

Keberhasilan *good corporate governance* dipengaruhi oleh banyak faktor, yang secara garis besar dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu faktor makro (regulasi dan kondisi negara) dan faktor mikro (mekanisme *corporate governance*) di dalam perusahaan dari sudut pandang internal perusahaan, maka keberhasilan *good corporate governance* dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham, proporsi dewan direksi dan komisaris (*Board of Directors*) dan peran komite audit dalam mekanisme *good corporate governance*. Pelaksanaan *good corporate governance* yang baik dan sesuai dengan peraturan yang berlaku, akan membuat investor memberikan

respon positif terhadap kinerja perusahaan, bahwa dana yang diinvestasikan dalam perusahaan yang bersangkutan akan dikelola dengan baik dan kepentingan investor publik akan aman. Kepercayaan investor publik pada manajemen perusahaan memberikan manfaat kepada perusahaan dalam bentuk pengurangan *cost of capital* (biaya modal).

Kinerja perusahaan yang baik dengan biaya modal yang rendah akan mendorong para investor melakukan investasi di perusahaan tersebut. Banyaknya investor yang tertarik akan meningkatkan permintaan investasi, sehingga harga saham perusahaan akan meningkat yang merupakan rantai pertumbuhan perusahaan dan meningkatkan kemakmuran *stakeholders* yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan

Proporsi Wanita Dalam Dewan Direksi

Menurut Kusumastuti, S., Supatmi, dan P. Sastra. (2007), wanita memiliki sikap kehati-hatian yang sangat tinggi, cenderung menghindari risiko, dan lebih teliti dibandingkan pria. Sisi inilah yang membuat wanita tidak terburu-buru dalam mengambil keputusan. Untuk itu dengan adanya wanita dalam jajaran direksi dikatakan dapat membantu mengambil

keputusan yang lebih tepat dan berisiko lebih rendah, yang pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Keberadaan wanita dalam jajaran dewan direksi menandakan bahwa perusahaan memberikan kesempatan yang sama bagi setiap orang (tidak diskriminasi), memiliki pemahaman yang luas mengenai pasar dan konsumen perusahaan, sehingga pada akhirnya akan meningkatkan reputasi (legitimasi) dan nilai perusahaan (Brammer *et al.*, 2007 dalam Luckerath-Rovers, 2010). Robbins dan Judge (2008) menyatakan bahwa wanita pada umumnya lebih memiliki pemikiran yang mendetail terkait dalam analisis pengambilan keputusan. Mereka cenderung menganalisis masalah-masalah sebelum membuat suatu keputusan dan mengolah keputusan yang telah dibuat, sehingga menghasilkan pertimbangan masalah serta alternatif penyelesaian yang lebih saksama. Williams (2000) serta Swartz dan Firer (2005) menemukan keberadaan wanita dalam dewan berpengaruh positif pada kinerja. Carter (2003) dan Siciliano (1996) menemukan bahwa diversitas gender berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Dari uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1: Proporsi dewan direksi wanita berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Usia Anggota Dewan Direksi

Usia merupakan salah satu faktor yang cukup dominan terhadap pembentukan kerja seseorang. Menurut Gibson (1996), usia sebagai subvariabel demografik mempunyai efek tidak langsung pada perilaku individu. Hal tersebut akan berpengaruh pada kemampuan dan keterampilannya. Menurut Siagian, (2002) terdapat kolerasi antara kinerja dan kepuasan kerja dengan usia seorang karyawan, artinya kecenderungan yang sering dilihat bahwa semakin lanjut usia karyawan, kinerja dan tingkat kepuasan kerjanya pun semakin tinggi. Sehingga dengan kinerjanya yang baik tersebut, bisa meningkatkan nilai perusahaan. Berbagai alasan yang sering dikemukakan menjelaskan fenomena ini, antara lain yaitu bagi karyawan yang sudah lanjut usia, makin sulit memulai karir baru ditempat lain sehingga mereka lebih loyal terhadap perusahaan, selain itu sikap yang dewasa dan matang dapat membuat seseorang lebih bijak dalam mengambil suatu keputusan.

Dari penjelasan diatas, usia anggota dewan berkaitan dengan kebijaksanaan yang dimiliki. Semakin

bertambah usia, semakin bijaksana seseorang yang dikaitkan dengan kinerja. Maka semakin lanjut usia seseorang semakin mereka mempertahankan kepuasan dalam karirnya, mereka cenderung fokus terhadap pekerjaan dari pada berpindah-pindah dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya. Hal ini memperlihatkan bahwa usia dapat mempengaruhi kinerja seseorang dalam perusahaan yang kemudian dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu para pekerja yang lebih tua usianya maka learning curve dan pengalamannya diduga semakin tinggi, sehingga produktifitas yang dihasilkan oleh para pekerja yang lebih tua usianya semakin besar dan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Dari penjelasan diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H2 :Nilai perusahaan akan lebih tinggi jika anggota dewan lebih banyak berada pada usia lebih dari 40 tahun

Latar Belakang Pendidikan Anggota Dewan Direksi

Hambrick dan Manson (Manner, 2010) berpendapat bahwa jumlah dan jenis pendidikan berisi informasi yang kaya dan kompleks tentang individu. Bidang pendidikan yang ditempuh oleh direktur, yaitu pada bidang apa direktur menyelesaikan pendidikannya. Hal ini

akan berpengaruh pada pola pikir dan acuan bagi direktur dalam menentukan kebijakan yang akan diambil. Dimana hal tersebut akan berpengaruh terhadap hasil kinerja perusahaan. Latar belakang pendidikan yang dimiliki oleh anggota dewan berpengaruh terhadap pengetahuan dan ketrampilan yang dimiliki. Kusumastuti, Supatmi, dan Sastra (2007) menyatakan bahwa anggota dewan yang memiliki latar pendidikan ekonomi dan bisnis memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengambil keputusan bisnis. Meskipun bukan suatu keharusan bagi seseorang yang akan masuk dunia bisnis untuk berpendidikan bisnis, tetapi akan lebih baik jika anggota dewan memiliki latar belakang pendidikan bisnis dan ekonomi. Dengan memiliki pengetahuan bisnis dan ekonomi yang ada, setidaknya anggota dewan memiliki kemampuan lebih baik untuk mengelola bisnis dan mengambil keputusan bisnis daripada yang tidak memiliki pengetahuan bisnis dan ekonomi. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H3 :nilai perusahaan akan lebih tinggi jika latar belakang pendidikan dewan direksi dari jurusan ekonomi dan bisnis

Anggota Dewan direksi yang Berkewarganegaraan Asing

Keberadaan warga negara asing dalam komposisi dewan direksi menurut Branco dan Rodrigues (2008) dalam Khan (2010), dapat mengangkat isu kausalitas pengungkapan. Fields dan Keys (2003) juga menemukan bahwa heterogenitas individu-individu dari segi pengalaman, ide, dan inovasi dapat memberikan dampak yang baik pada kinerja perusahaan. Erhardt, N.L., D.W. James, dan B.S. Charles., (2003) berpendapat bahwa representasi etnis dalam dewan direksi dapat meningkatkan kinerja keuangan dari bisnis tersebut.

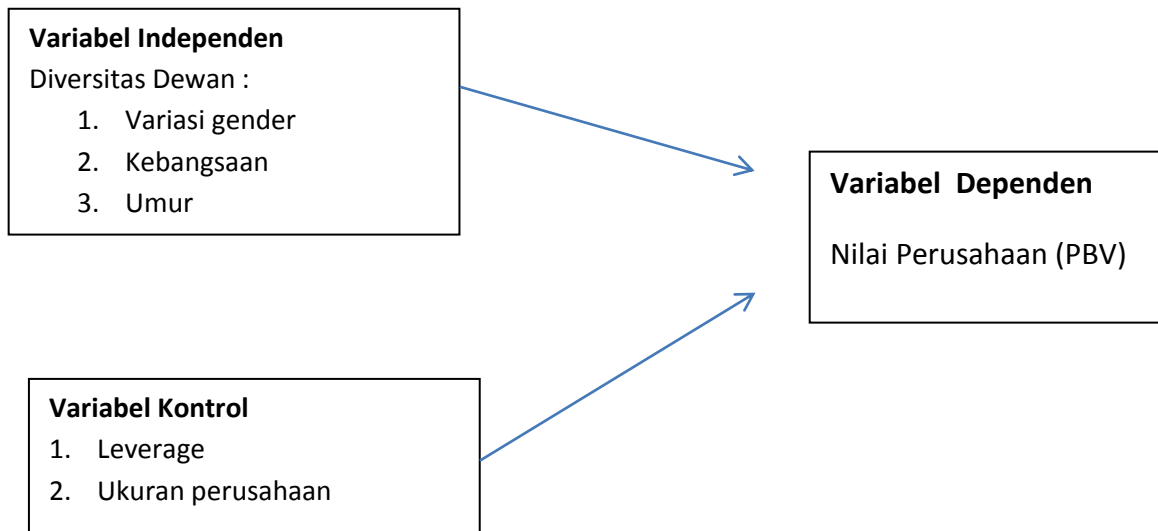
Komposisi dewan direksi warga negara asing dapat melihat hasil dari diversifikasi etnis dalam suatu perusahaan. Dengan adanya dewan direksi warga negara asing, maka perusahaan mampu mengangkat citra perusahaan karena kesan warga negara asing lebih memiliki kompetensi dan profesionalitas di bidangnya. Yang pada akhirnya hal ini akan meningkatkan nilai perusahaan.

Oxelheim dan Randoy (2001); Carter *et al.* (2002; 2007); Marimuthu (2008); Ararat, M., M. Aksu, dan A. T. Cetin..(2010) menemukan pengaruh positif keberadaan dewan direksi asing atau etnis

minoritas pada nilai perusahaan. Keberadaan mereka dinilai membawa opini, perspektif, bahasa, keyakinan, latar belakang keluarga, dan pengalaman profesional yang beragam, sehingga memperkaya pengetahuan bisnis dan alternatif penyelesaian masalah kompleks. Selain itu, keberadaan anggota dewan direksi asing mampu meyakinkan investor asing bahwa perusahaan dikelola secara profesional (Randoy, T., S. Thomsen, dan L. Oxelheim 2006). Oxelheim dan Randoy (2001) mengemukakan bahwa keberadaan anggota dewan komisaris dan direksi dengan kebangsaan asing menunjukkan bahwa perusahaan telah melakukan proses globalisasi dan pertukaran informasi dalam jejaring (*network*) internasional. Dari sini dapat dirumuskan hipotesis :

H4 : Keberadaan dewan warga negara asing dalam anggota dewan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan tingkat *leverage*. Sehingga kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat disajikan pada gambar berikut :



Metode Penelitian

Sampel yang digunakan adalah data kuantitatif yaitu data yang diukur dalam suatu skala numerik. Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data. Data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dan laporan tahunan perusahaan (annual report) dari perusahaan manufaktur go public di Bursa Efek Indonesia dan periode 2008 sampai tahun 2011. Dengan menggunakan data panel sebagai pemodelan analisis penelitian ini. Ada beberapa persyaratan yang harus dipenuhi agar perusahaan bisa dimasukkan ke dalam sampel, yaitu :

1. Perusahaan termasuk dalam jenis perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011.

2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dan *annual report* atau laporan tahunan selama periode 2008-2011.
3. Laporan keuangan disajikan dalam rupiah dan semua data yang dibutuhkan untuk penelitian ini tersedia dengan lengkap.

Berdasarkan penyeleksian sampel, sampel yang didapat yang memenuhi kriteria perusahaan yang menjadi sampel harus memiliki data lengkap variabel yang diuji dari tahun 2008 sampai 2011 adalah sebanyak 34 perusahaan. Dengan demikian sampel panel data adalah sebanyak 31 perusahaan selama 4 tahun sehingga didapat sampel sebanyak 124 sampel panel data sebagai mana dijabarkan dalam tabel berikut ini.

Tabel 1 Pemilihan Sampel

Data	N
Perusahaan yang berhasil didapat annual report	82
Perusahaan dengan annual report tidak lengkap	6
Perusahaan dengan data jumlah saham tidak lengkap	5
Perusahaan dengan data harga saham tidak lengkap	2
Perusahaan dengan informasi gender dewa tidak lengkap	6
Perusahaan dengan informasi kebangsaan anggota dewa tidak lengkap	6
Perusahaan dengan informasi umur anggota dewa tidak lengkap	5
Perusahaan dengan informasi latar belakang pendidikan anggota dewa tidak lengkap	6
Perusahaan dengan informasi nilai total asset tidak lengkap	6
PBV negative	3
Perusahaan dengan informasi nilai total kewajiban tidak lengkap	6
Total Observasi	31

Variabel Dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Nilai Perusahaan yang dicerminkan oleh *Price to book Value (PBV)*.

Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value*. *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan kedepan. Hal itu juga menjadi keinginan para pemilik, perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran, pemegang saham juga tinggi (Soliha dan Taswan, 2002).

Arsjah (2002) dalam Utama (2005) menggunakan rasio *price to book value*

sebagai *proxy* kinerja perusahaan dalam menemukan hubungan terhadap praktek *corporate governance* perusahaan. Penetapan *price to book value* tersebut mengikuti anjuran teori dan berbagai penelitian terdahulu yang secara meyakinkan memperoleh bukti bahwa *price to book value* merupakan salah satu rasio keuangan yang cukup representatif untuk melihat kinerja suatu perusahaan. *Price to book value* dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham dengan nilai buku ekuitas per saham saat ini.

$$Price\ to\ book\ value = \frac{Price\ per\ share}{Book\ value\ of\ equity\ per\ share}$$

Adapun variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini diantaranya adalah variasi gender atau proporsi wanita dalam anggota dewan direksi, keberadaan kebangsaan asing anggota dewan direksi, usia anggota dewan direksi dan latar belakang pendidikan anggota dewan direksi. Untuk pengukuran masing – masing variable independen 1) Wanita (SEX) diukur dengan menggunakan persentase jumlah wanita dibandingkan seluruh jumlah anggota dewan dalam dewan direksi yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan. 2) Kebangsaan asing (WN) diukur dengan menggunakan proporsi jumlah warga negara asing dalam dewan direksi yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan. 3) Usia (AGE) diukur dengan menggunakan proporsi jumlah anggota dewan yang berusia lebih dari 40 tahun. 4) Latar belakang pendidikan (EDU) diukur dengan terlebih dahulu mengelompokkan latar belakang pendidikan menjadi beberapa bidang, yaitu akuntansi, sosial ekonomi, bisnis administrasi, tehnik dan lainnya. Kemudian perusahaan dibagi menjadi kelompok tersebar (diverse) dan tidak tersebar (non diverse). Suatu perusahaan dikatakan tersebar ketika kurang dari 40 persen anggota dewan direksinya memiliki

latar belakang pendidikan sama (Ponnu, 2008). Untuk kelompok tersebar diberikan nilai 1, sedangkan kelompok tidak tersebar diberi nilai 0.

Variable kontrol dalam penelitian ini adalah *leverage* dan ukuran perusahaan. *Leverage* merupakan total utang dibagi dengan total asset. Penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa leverage dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemberi manajemen (*bondholders*). Secara sistematis, variabel *leverage* diformulasikan sebagai berikut:

$$Leverage = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Asset}$$

Sedangkan ukuran perusahaan diukur melalui log total aktiva. Secara sistematis, variabel ukuran perusahaan diformulasikan sebagai berikut:

$$Ukuran\ perusahaan\ (size) = \log \Sigma\ aktiva$$

Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda dengan model sebagai berikut :

$$PBV_{it} = \alpha + \beta_1 SEX_{it} + \beta_2 EDU_{it} + \beta_3 WN_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 LEV_{2i} + \beta_6 SIZE_{3i} + \epsilon_{it}$$

SIZE_{it} = Variabel Kontrol Size Perusahaan untuk perusahaan ke-i dan tahun ke-t

Keterangan:

- PBV_{it} = Variabel Dependen PBV untuk perusahaan ke-i dan tahun ke-t
- SEX_{it} = Variabel Independen Proporsi Gender untuk perusahaan ke-i dan tahun ke-t
- EDU_{it} = Variabel Independen DUMMY Latar Belakang Pendidikan untuk perusahaan ke-i dan tahun ke-t
- AGE_{it} = Variabel Independen Jumlah Dewan yang Berumur Lebih dari 40 Tahun untuk perusahaan ke-i dan tahun ke-t
- LEV_{it} = Variabel Kontrol Leverage untuk perusahaan ke-i dan tahun ke-t

Hasil Dan Pembahasan

Dari 124 pengamatan statistik deskriptif dari masing-masing variabel. Variabel-variabel yang diteliti dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (PBV), gender (SEX), warga negara asing (WN), usia (AGE), latar belakang pendidikan (EDU), size perusahaan (SIZE) dan leverage (LEV). Berikut statistik deskriptif masing-masing variabel yang diuji:

Tabel 2 Statistik Deskriptif

	PBV	SEX	WN	AGE	EDU	LEV	SIZE
Mean	2.817591	0.081114	0.175616	0.963844	0.604839	0.425139	14.23201
Maximum	45.08431	0.500000	1.000000	4.000000	1.000000	0.974866	18.84935
Minimum	0.099550	0.000000	0.000000	0.333333	0.000000	0.037313	9.615805
Std. Dev.	5.553364	0.114363	0.304707	0.318500	0.490869	0.210103	1.698268
Skewness	5.227915	1.703095	1.717525	6.652693	-0.428889	0.376814	0.372855
Kurtosis	34.40490	6.387751	4.685652	68.42081	1.183946	2.582862	3.268842

Terlihat kurtosis untuk PBV dan AGE tinggi sekali, curiga terdapat outlier atau nilai ekstrem yang menyebabkan data tidak berdistribusi normal. Untuk data yang berdistribusi normal umumnya memiliki kurtosis sekitar 3 dan skewness sekitar 0. Oleh karena itu, untuk data PBV dan AGE dilakukan winsorisasi. Setelah dilakukan transformasi, statistik deskriptif data yang diperoleh dengan eviews diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 3. Statistik Deskriptif Transformasi

	LOG_PBV	SEX	WN	AGE	EDU	LEV	SIZE
Mean	0.158781	0.081114	0.175616	0.945296	0.604839	0.425139	14.23201
Maximum	0.966142	0.500000	1.000000	1.000000	1.000000	0.974866	18.84935
Minimum	-0.420216	0.000000	0.000000	0.500000	0.000000	0.037313	9.615805
Std. Dev.	0.368510	0.114363	0.304707	0.141312	0.490869	0.210103	1.698268
Skewness	0.463365	1.703095	1.717525	-2.582.259	-0.428889	0.376814	0.372855
Kurtosis	2.600275	6.387751	4.685652	8.120588	1.183946	2.582862	3.268842

Terlihat bahwa setelah diwinsorize dan dilakukan transformasi log pada variabel PBV dan winsorisasi pada variabel AGE, kurtosis kedua variabel menjadi lebih kecil dan skewness lebih mendekati 0. Statistik deskriptif pada Tabel diatas memperlihatkan nilai terendah (minimum), nilai tertinggi (maximum), rata-rata (mean), dan deviasi standar (standart deviation) dari masing-masing variabel. Deviasi standar menunjukkan perbedaan nilai data yang diteliti dengan nilai rata-ratanya.

Berdasarkan data yang tersaji pada tabel tersebut maka dapat dilihat rata – rata LOG_PBV sebesar 0.158781 yang berarti rata – rata perusahaan sampel memiliki nilai pasar yang lebih kecil dibandingkan dengan nilai tercatat yang dilihat dari aktiva perusahaan. Dari keseluruhan perusahaan sampel, terdapat 10 perusahaan yang memiliki nilai PBV dibawah rata –

rata, dan 21 perusahaan yang memiliki nilai PBV diatas rata - rata. Ini berarti sebesar 32,25% perusahaan sampel memiliki nilai pasar yang lebih kecil dari nilai yang tercatat dalam aktiva perusahaan. Hal ini memungkinkan pasar akan menilai perusahaan terlalu tinggi (*overvalued*). Atau dengan kata lain, adanya penilaian *overvalued* terhadap perusahaan karena harga saham perusahaan lebih tinggi daripada biaya penggantian aktivasnya. Sehingga akan mengimplikasikan harga saham perusahaan pun menjadi mahal

Variabel gender (SEX). Skor terendah untuk variabel tersebut sebesar 0, dan skor tertinggi adalah 0.5 yaitu PT. Pyridam Farma Tbk dengan jumlah direksi wanitanya setara dengan direksi pria. Dan rata – rata mean gender dari seluruh pengamatan sebesar 0.081114 dan deviasi standar sebesar 0.114363. Hal ini

menunjukkan bahwa presentase rata-rata skor anggota dewan perempuan dibandingkan seluruh anggota dewan adalah sebesar 11.4363 % kerja wanita makin meningkat dibanding pria. Variabel keberadaan warga Negara asing dalam dewan direksi (WN). Pada perusahaan PT Argo Pantes Tbk(ARGO) dan PT Indo Kordsa Tbk(BRAM), keseluruhan anggota dewan direksi adalah warga Negara asing yang dinyatakan dengan proporsi sebesar 1. Dan dengan mean sebesar 0.175616 dan deviasi standar sebesar 0.304707 Variabel usia anggota dewan direksi (AGE). Skor terendah untuk variabel tersebut sebesar -0.5, dan skor tertinggi adalah 1, dengan mean sebesar 0.945296 dan deviasi standar sebesar 0.141312 terdapat 24 perusahaan dimana semua anggota dewannya berusia lebih dari 40 tahun. Untuk variabel latar belakang pendidikan anggota dewan direksi (EDU). Skor terendah untuk variabel tersebut sebesar 0, dan skor tertinggi adalah 1 dan dengan mean sebesar 0.604839 dan deviasi standar

sebesar 0.490869 menunjukkan nilai EDU yang paling sering muncul adalah nilai 1 dimana muncul sebanyak 74 kali sedang nilai 0 muncul sebanyak 50 kali.

Sebelum menguji hipotesis, Pemilihan model estimasi terbaik akan dilakukan terhadap model *common effects*, *fixed effects*, dan *random effects*. Pemilihan model ditujukan untuk mengetahui model mana yang sesuai dengan karakteristik data. Untuk menentukan model estimasi terbaik tersebut akan dilakukan beberapa prosedur pengujian formal, yaitu: uji F Redundant Test untuk memilih antara *common effects* atau *fixed effects*; uji Hausman untuk memilih antara model *fixed effects* atau *random effects*. Selanjutnya, untuk model estimasi data panel terpilih akan dilakukan pengujian untuk memilih estimator dengan struktur varians-kovarians *residual* yang lebih baik.

Untuk melihat apakah model mengikuti *fixed effect* atau *common effect* digunakan *F Redundant Test*:

Ho : *Common effect*

H1 : *fixed effect*

Hasil uji *F Redundant* adalah sebagai berikut :

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
--------------	-----------	------	-------

Cross-section F	6.150515	(30,87)	0.0000
Cross-section Chi-square	141.125759	30	0.0000

Terlihat bahwa Prob cross section F Test = 0.0000 < 0.05 (tingkat signifikansi 5%) maka hipotesis Ho ditolak. Dengan demikian, model mengikuti model *fixed effect*.

Untuk melihat apakah model mengikuti *fixed effect* atau *random effect* digunakan *Hausman Test*:

Ho :*random effect*

H1 :*fixed effect*

Hasil uji Hausman adalah sebagai berikut:

Test Summary	Chi-Sq.		
	Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.152560	6	0.6560

Terlihat bahwa Prob *cross section Chi Square Test* = 0.6560 > 0.05 (tingkat signifikansi 5%) maka hipotesis Ho diterima. Dengan demikian, model mengikuti model *random effect*.

Setelah dilakukan uji *F Redundant* untuk memilih model antara *common effect* atau *fixed effect*, ternyata model panel data yang sesuai dengan

karakteristik data penelitian adalah *fixed effect*. Sedangkan untuk menentukan model *fixed effect* atau *random effect* yang merupakan model terbaik digunakan uji Hausman dan hasil yang diperoleh ternyata model panel data yang sesuai dengan karakteristik data penelitian adalah model *random effect*. Berikut output uji model *Random Effect*:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.567834	0.581186	-0.977026	0.3306
SEX	-0.209728	0.470348	-0.445900	0.6565

WN	0.106885	0.174778	0.611550	0.5420
AGE	0.032207	0.306139	0.105204	0.9164
EDU	0.085251	0.105477	0.808247	0.4206
LEV	0.648076	0.171559	3.777561	0.0003
SIZE	0.025810	0.034327	0.751875	0.4536

Berdasarkan hasil uji postestimation test, model estimasi data panel terpilih (fixed effect) yang telah ditreatment dengan metode koefisien *White heteroscedasticity-consistent covarianc* telah lolos uji postestimation test sehingga bisa disimpulkan bahwa model fixed effect yang diperoleh adalah model yang layak dan robust. Selanjutnya akan dilakukan analisa model estimasi data panel terpilih.

Berdasarkan hasil pengujian dengan eviews 7, Berdasarkan hasil pengujian dengan eviews 7, ternyata diperoleh variabel SEX tidak berpengaruh signifikan pada level kepercayaan 95% karena probabilitas diatas 0.05. Hal ini mungkin dikarenakan variabel SEX memiliki korelasi dengan seluruh variabel independen di dalam model sehingga memicu multikolinearitas antarvariabel meskipun kecil.

Berdasarkan hasil pengujian dengan eviews 7, ternyata diperoleh variabel EDU tidak berpengaruh signifikan pada level kepercayaan 90% karena

probabilitas diatas 0.1. Hal ini mungkin dikarenakan adanya variabel kontrol LEV. Jika dilakukan regresi parsial antara LOG_PBV dengan EDU, akan diperoleh variabel EDU berpengaruh signifikan secara statistic. Namun apabila dilakukan regresi parsial antara LOG_PBV dengan LEV dan EDU maka variabel LEV berpengaruh kuat terhadap LOG_PBV sedangkan EDU tidak berpengaruh.

Berdasarkan hasil pengujian dengan eviews 7, ternyata diperoleh variabel AGE tidak berpengaruh signifikan pada level kepercayaan 90% karena probabilitas diatas 0.1. Hal ini mungkin dikarenakan data variabel AGE masih memiliki outlier atau nilai ekstrem. Kecurigaan ini timbul karena kurtosis dan skewness variabel AGE tidak menunjukkan data yang normal. Terlihat pula pada standard error estimasi yang diperoleh besar sehingga nilai statistic signifikansi akan kecil yang menyebabkan variabel menjadi tidak signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian dengan eviews 7, ternyata diperoleh

variabel WN tidak berpengaruh signifikan pada level kepercayaan 90% karena probabilitas diatas 0.1. Hal ini mungkin dikarenakan karakteristik sampel yang digunakan untuk variabel WN sebagian besar tidak memiliki warga Negara asing dalam keanggotaan dewan direksinya. Hal ini mengakibatkan variasi data variabel WN pada sampel yang digunakan tidak cukup menjelaskan nilai perusahaan.

Kesimpulan Dan Saran

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa proporsi wanita dalam jajaran dewan direksi ternyata tidak berpengaruh positif dengan nilai perusahaan. diduga karena wanita kurang menyukai risiko daripada pria, sehingga wanita memiliki persentase yang rendah dalam beberapa jabatan daripada pria (Charness dan Gneezy 2004). Selain itu mungkin karena wanita yang aktif pada ruang publik, mempunyai peran ganda yaitu sebagai ibu rumah tangga dan wanita karier sehingga peran tersebut diduga dapat mempengaruhi kinerja (Zulaikha, 2006). Selain itu latar belakang pendidikan direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Latar belakang pendidikan ini mempunyai korelasi negatif yang menunjukkan bahwa semakin tersebar latar belakang pendidikan dewan semakin rendah nilai perusahaan. Variabel independen lainnya yaitu usia dewan direksi tidak mempunyai

pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan anggota dewan yang masih muda malah berpotensi meningkatkan nilai perusahaan. Hasil lainnya diperoleh bahwa variabel warga negara asing tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV. Hal ini mungkin dikarenakan karakteristik sampel yang digunakan untuk variabel WN sebagian besar tidak memiliki warga negara asing dalam keanggotaan dewan direksinya. Hal ini mengakibatkan variasi data variabel WN pada sampel yang digunakan tidak cukup menjelaskan nilai perusahaan.

Kemudian dari variabel kontrol hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Variabel kontrol lainnya yaitu *leverage* penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif yang signifikan terhadap pbv (nilai perusahaan). Hasil riset pada variabel ini konsisten dengan *trade off model* yaitu peningkatan hutang akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Dengan memasukan unsur-unsur ketidaksempurnaan pasar modal seperti pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductabel expense*). Variabel kontrol lainnya yaitu ukuran perusahaan tidak

signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan, adapun keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini adalah : 1) Perusahaan manufaktur yang dijadikan objek penelitian hanya sebanyak 31 perusahaan untuk setiap tahunnya. Dari sebanyak 82 perusahaan setiap tahunnya, hanya digunakan sebanyak 31 perusahaan dalam penelitian ini. Oleh karena itu hasil penelitian ini menyebabkan generalisasi yang terbatas. 2) Objek penelitian ini hanya industri manufaktur saja. Perlu juga ditambahkan perusahaan – perusahaan lainnya yang bergerak di industri lainnya selain manufaktur. Hal ini untuk melihat apakah terdapat perbedaan dari hasil uji pengaruh beberapa industri lainnya.

Penelitian berikutnya di harapkan dapat menggunakan periode penelitian yang lebih panjang dengan tujuan memperoleh hasil yang lebih baik mengambil atau memilih variabel yang lain. Penelitian berikutnya diharapkan menggunakan sampel penelitian tidak hanya dibatasi pada perusahaan manufaktur saja, karena karakteristik industri dapat berpengaruh terhadap sensitifitas perusahaan terhadap pergerakan pasar. Untuk lebih dapat menjelaskan variabel dependen dapat pula memasukkan variabel tambahan seperti

laju pertumbuhan yang diharapkan (*expected growth*), *dividend payout ratio*, *return on equity* (ROE) – sebagai cerminan profitabilitas –, dan *risk* sehingga hasil yang diperoleh dapat lebih baik

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad Santosa, 2001, Good Governance dan Hukum Lingkungan, Lembaga Pengembangan Hukum Lingkungan Indonesia, Jakarta.
- Adams, R.B. and Ferreira D, (2004). Gender diversity in the boardroom. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No.57
- Ajija, Shochrul R., Dyah W. Sari, Rahmat H. Setianto, dan Martha R. Primanti. 2011. *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ararat, M., M. Aksu, and A. T. Cetin. 2010. Impact of Board Diversity on Boards' Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange.
- Arellano, M. (1995). "On the testing of correlated effects with panel data" *Journal of Econometrics*, 59, 87--97.
- Arellano, M., and Bond, S. R. (1991). "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment

- equations" *Review of Economic Studies*, 58, 277--297.
- Arsjah, Regina Jansen. (2002). *Pengaruh Corporate Governance pada kinerja perusahaan di BEJ*. Thesis., Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investment*. Singapore: McGrawHill.
- Brigham, E.F dan Joel F Houston. 2001. *Manajemen Keuangan Jilid 2*. Edisi 8. Suharto, Dodo. Wibowo, Herman, penerjemah. Jakarta. Erlangga. Terjemahan dari : *Fundamental of Financial Management*
- Carter, D.A., D'Souza, F., Simkins, B. J., dan Simpson, W.G. 2007. *The Diversity of Corporate Board Committees and Financial Performance*.
- Carter, D.A., B. J. Simkims, and W.G. Simpson. 2003. *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*. *The Financial Review*. No.38: 33-53.
- Darmadi, S. Board Diversity and firm performance : The Indonesian evidence. Munich Personal RePEc Archive. 2010
- Darmawati, Deni, R.G. Rahayu dan Khomsiyah. 2004, "Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan", *Simposium Nasional Akuntansi VII Denpasar Bali*.
- Denis, D., 2001. Twenty-five years of corporate governance research and counting. *Review of Financial Economics* 10, 191–212.
- Dey Report (1994) *Where Were The Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada* (The Toronto Report) .
- Ekananda, M. 2006. Analisis Data Panel: Estimasi dengan Struktur Varian-Covarian Residual. Program Pasca Sarjana Universitas Indonesia, Jakarta
- Eklund, J.E., Palmberg, J., dan Wilberg, D. 2008. Ownership Structure, Board Composition And Investment Performance.
- Elitza Mileva. 2007. Using Arellano – Bond Dynamic Panel GMM Estimators in Stata. Fordham University.
- Erhardt, N.L., D.W. James, dan B.S. Charles. 2003. Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance – An International Comparison* 11(2): 102-11.
- Fama, E. F. (1980) Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*. 88(2): 288–307
- Goodstein, J., Kanak Gautam and Warren Boeker. 1994. The Effects of Board Size and Diversity on Strategic

- Change. *Strategic Management Journal*. Vol.15: 241-250.
- Goodstein, J., Kanak Gautam and Warren Boeker. 1994. The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*. Vol.15: 241-250.
- Gujarati, D & Porter, D. 2009. *Basic Econometrics*. America: McGraw-Hill International Edition.
- Gunawan widjaya, 2008, 150 Tanya Jawab Tentang Perseroan Terbatas, Forum Sahabat, Jakarta.
- Holtz-Eakin, D., W. Newey and H. S. Rosen (1988). Estimating vector autoregressions with panel data. *Econometrica* 56. pp. 1371 – 1395.
- <http://pusdatinaker.balitfo.depnakertrans.go.id/katalog/download.php?g=2&c=16>. Diakses Pada 22 September 2012 Pukul 23.00 WIB
- Khan, Md.H. 2010. The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: Empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh. *International Journal of Law and Management* 52 (2): 82-109.
- Kartika Rini, Analisis Pengaruh Diversitas Gender Terhadap Voluntary Corporate Governance Disclosure Dalam Laporan Tahunan Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting Volume 2, Nomor 1, Tahun 2013, Halaman 1*
- Kusumastuti, S., Supatmi, dan P. Sastra. 2006. Pengaruh Board Diversity terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif Corporate Governance. *Jurnal Ekonomi Akuntansi-Universitas Kristen Petra*.
- Luckerath-Rovers, M. 2010. Female Directors on Corporate Boards Provide Legitimacy to A Company.
- Lückerath-Rovers, Mijntje. 2011. “Women on Boards and Firms Performance.” <http://www.springerlink.com>, diakses 25 Oktober 2011.
- Marimuthu, M. 2008. Ethnic Diversity on Boards of Directors and Its Implications on Firm Financial Performance. *The Journal of International Social Research*. Vol. 1(4): 431-445.
- McKinsey & Company. 2007. *Women Matter Gender Diversity, a Corporate Performance Driver*. Paris: McKinsey Company.
- Meier, S. 2005. How Global is Good Corporate Governance. *Ethical Investment Research Services*.
- Milliken, F, J, & Martin, L (1996) Searching for Common threads : Understanding the multiple effect of diversity in organizational groups.

- Academic of Management Review* , 21(2), 402-403.
- Muskibah, (2009) Tanggung Jawab Direksi Dalam Penerapan Prinsip Good Corporate Governance.
- Muhammad Firdaus, *Ekonometrika Suatu Pendekatan Aplikatif*. (Jakarta: PT Bumi Aksara. 2008), p. 88.
- Nachrowi, D. N., & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nalikka, A. 2009. Impact of Gender Diversity on Voluntary Disclosure in Annual Reports. *Accounting & Taxation*. Vol. 1, No. 1.
- Oxelheim, L. and T. Randoy. 2001. The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Journal of Banking and Finance*. Working Papers No. 567.
- Ponnu, C.H. 2008. Academic Qualifications of Board of Directors and Company Performance. *The Business Review Cambridge*. Vol. 10. No.1: 177-181.
- Pesaran, M.H. (2004) 'General diagnostic tests for cross section dependence in panels', Cambridge Working Papers in Economics, 0435, University of Cambridge
- Randoy, T., S. Thomsen, and L. Oxelheim. 2006. A Nordic Perspective on Corporate Board Diversity.
- Randoy, T., dan Oxelheim, L, 2001. The Impact Of Foreign Board Membership On Firm Value.
- Robinson, G., dan Dechant, K. 1997. Building A Business Case For Diversity. *Academy of Management Executive*, vol 11, hal 21-30.
- Robbins, S.P. and T.A. Judge. 2008. Perilaku Keorganisasian. (Diana Angelica, Pentj). Ed. 12. Jakarta: Salemba Empat.
- Siagian, S. 2002. *Manajemen Sumber Daya Manusiav*. Jakarta: PT Bumi Aksara
- Sarwoko, 2005, Dasar – dasar Ekonometrika , Yogyakarta : Penerbit PT. ANDI
- Siciliano, J.I. 1996. The Relationship of Board Member Diversity to Organizational Performance. *Journal of Business Ethics*. Vol.15: 1313-1320.
- Soliha, E., Taswan. (2002). Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, STIE Stikubank Semarang, 1-18.

- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori & Aplikasi dengan SPSS*. Edisi Kesatu. Yogyakarta: ANDI.
- Utama, Sidharta & Utama, Cynthia A. (2005). *Praktek Corporate Governance dan Penciptaan Nilai Perusahaan: Studi Empiris di BEJ. Usahawan*, No.08 Th.XXXIV.
- Weston, J.F dan Copeland, T.E, 1992, *Manajemen Keuangan* Edisi Kedelapan (Edisi revisi), Penebit Binarupa Aksara, Jakarta.
- Wicaksana, A. B. 2010. "Pengaruh Diversitas Dewan pada Kinerja Pasar: Kajian Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2008" (tesis). Denpasar: Universitas Udayana.
- Wicaksana A.B. Dampak Diversitas Kebangsaan Anggota Dewan Kommissaris dan Direksi Pada Kinerja Pasar Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen* volume 1, No.1,2010
- Widarjono, Agus. 2009. *Ekonometrika pengantar dan aplikasinya*. Yogyakarta : Ekonisia.
- Williams, K.Y., and C.A. O'Reilly. 1998. Demography and Diversity in Organizations: A Review of 40 Years of Research. *Research in Organizational Behavior*. No. 20: 77-140.
- Wirakusuma, at al. Pengaruh Diversitas Dewan Pada Luas Pengungkapan Modal Intelektual. Simposium Nasional Akuntansi XIV Aceh 2011.
- Windmeijer, F. (2000). "A finite sample correction for the variance of linear two-step GMM estimators" IFS working paper W00/19 (www.ifs.org.uk), London: The Institute for Fiscal Studies.
- Wirawati, Putu Gusto Ni, 2008, *Pengaruh Faktor fundamental Perusahaan terhadap Price to Book Value dalam Penilaian Saham di Bursa Efek Jakarta dalam Kondisi Krisis Moneter*, Buletin Studi Ekonomi. Vol.13 No.1