

PERAN MEDIASI KINERJA KEUANGAN PADA PENGARUH DEWAN DIREKSI TERHADAP REAKSI INVESTOR

MEDIATION ROLE OF FINANCIAL PERFORMANCE ON THE EFFECT OF BOARD OF DIRECTORS ON INVESTOR REACTIONS

Fransiskus E. Daromes¹⁾, Robert Jao²⁾

Fakultas Ekonomi dan Bisnis-Universitas Atma Jaya Makassar

ABSTRACT

The purpose of this study to investigate the effect of the executive board on the reaction of investors are tested both directly and through financial performance. The population used is all manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) with a research period of 2015-2018. The number of samples is 32 companies every year which are selected by the method of purposive sampling and using secondary data from annual reports. The analytical method used is path analysis and mediation hypothesis testing is carried out using the sobel test. Statistical testing results showed that the executive board have a positive and significant influence on financial performance, but not significant to investor reaction. Further financial performance has a positive and significant influence on investor reaction. This study also shows that financial performance plays a role in mediating the effect of the executive board on investor reaction.

Key words: board of directors, financial performance, investor reaction.

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menginvestigasi pengaruh dewan direksi terhadap terhadap reaksi investor yang diuji secara langsung maupun melalui kinerja keuangan. Populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian tahun 2015-2018. Jumlah sampel sebesar 32 perusahaan setiap tahunnya yang dipilih dengan metode purposive sampling dan menggunakan data sekunder yaitu laporan tahunan. Metode analisis yang digunakan adalah metode analisis jalur dan pengujian hipotesis mediasi dilakukan dengan menggunakan uji sobel. Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, namun tidak signifikan terhadap reaksi investor. Selanjutnya kinerja keuangan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi investor. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa kinerja keuangan berperan dalam memediasi pengaruh dewan direksi terhadap reaksi investor.

Kata kunci: dewan direksi, kinerja keuangan, reaksi investor.

Corresponding author : Fransiskus E. Daromes

Email for author : daromes.fe@gmail.com

Submission : 23 Oktober 2019

Revised : 10 Februari 2020

Accepted : 11 Maret 2020

DOI : <https://doi.org/10.33369/j.akuntansi.9.3.77-92>

PENDAHULUAN

Reaksi investor menggambarkan respon positif maupun negatif investor terhadap perusahaan. Reaksi investor tercermin pada transaksi jual beli saham dan berimplikasi pada peningkatan harga saham. Peningkatan ini berdampak pada tingkat *return* yang diperoleh investor. Para investor bertujuan untuk mendapatkan *return* yang sebanding dengan investasi mereka di setiap perusahaan (Rajabi *et al.*, 2014). Investor senantiasa berusaha untuk memperoleh informasi terkait dengan perusahaan sebelum melakukan tindakan investasinya untuk menghindari risiko dan memperoleh *return* yang sesuai dengan yang diharapkan (Bahtera, 2017). Informasi yang relevan yang dapat digunakan investor dalam menentukan keputusan investasi salah satunya yaitu informasi dewan direksi karena dewan direksi dapat menunjukkan kemampuan suatu perusahaan (García-Meca dan Palacio, 2018).

Dewan direksi memiliki tugas penting seperti menentukan strategi perusahaan dan menghubungkan perusahaan dengan lingkungan eksternal tempat perusahaan beroperasi (Wang *et al.*, 2017). Investor akan menerima sinyal positif atau kabar baik bahwa manajemen puncak memiliki pengetahuan dan jaringan eksternal. Ukuran dewan memberikan lebih banyak cara menghubungkan dengan pihak eksternal kepada perusahaan (Musteen *et al.*, 2010).

Untuk meningkatkan hubungan eksternal yang semakin efektif mendorong perusahaan untuk menambah jumlah anggota dewan direksi yang lebih banyak. Hal ini bermanfaat bagi perusahaan dari sudut pandang ketergantungan sumber daya bahwa para direktur membawa sumber daya berharga untuk perusahaan (Pfeffer dan Salancik, 1978). Keuntungan terkait peningkatan jumlah dewan direksi adalah dewan direksi yang lebih besar membuat lebih banyak keahlian dan sumber daya yang tersedia untuk perusahaan dengan hubungan eksternal yang lebih besar. Selain itu, dewan yang lebih besar lebih mungkin meningkatkan keragaman dalam hal pengalaman, keterampilan, gender, dan kebangsaan (Wang *et al.*, 2017).

Di sisi lain terdapat kerugian dari ukuran dewan direksi yang besar. Ukuran dewan direksi yang besar lebih sulit dalam hal komunikasi dan koordinasi tugas yang berdampak pada efektivitas pengambilan keputusan (Belkhir, 2009). Selain itu dewan direksi dapat memiliki dampak disfungsi kecil pada pengambilan keputusan karena menunda keputusan strategis dalam manajemen dapat meningkatkan volatilitas dalam kinerja perusahaan (Kim dan Rasheed, 2013).

Menurut Pedoman Umum *Good Corporate Governance* Indonesia (2006), jumlah anggota dewan direksi harus disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dengan tetap memperhatikan efektivitas dalam pengambilan keputusan. Ketika kompleksitas bisnis meningkat, perusahaan akan menambah direktur baru dengan pengetahuan yang diperlukan untuk memberikan panduan (Martín dan Herrero, 2018). Kompleksitas perusahaan yang lebih besar ini akan dikaitkan dengan dewan direksi yang besar dan heterogen dan harus tercermin dalam kinerja yang lebih baik.

Hubungan direktur dengan lingkungan eksternal membawa sumber daya ke perusahaan berupa beragam latar belakang seperti keterampilan, keahlian, informasi, reputasi mereka sendiri, dan kredibilitas, yang pada gilirannya meningkatkan efektivitas dewan direksi (García-Meca dan Palacio, 2018). Para direktur memiliki keterampilan pemecahan masalah yang berbeda, pengalaman profesional, keahlian bisnis dan variasi dalam kemampuan (García-Meca dan Palacio, 2018).

Penelitian ini mengembangkan penelitian Orozco *et al.* (2018) dengan menempatkan variabel kinerja keuangan sebagai variabel mediasi dan reaksi investor sebagai variabel dependen. Investor mengharapkan imbal balik dalam kegiatan investasinya yaitu berupa *return* saham. Investor akan bereaksi terhadap perusahaan yang memiliki efektivitas yang baik sehingga dapat memperoleh tingkat *return* yang semakin besar.

Dengan demikian, penelitian ini akan menguji apakah dewan direksi berpengaruh terhadap reaksi investor yang diuji baik secara langsung maupun melalui kinerja keuangan. Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini yaitu bahwa dewan direksi memberikan efek positif terhadap kinerja keuangan yang selanjutnya berdampak positif terhadap reaksi investor. Harapannya bahwa kinerja keuangan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap efektivitas dewan direksi perusahaan dalam hal produktivitas dan ketersediaan sumber daya untuk menghasilkan laba.

KERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Teori Ketergantungan Sumber Daya (*Resource Dependence Theory*)

Teori ketergantungan sumber daya dikemukakan oleh Pfeffer dan Salancik (1978). Teori ketergantungan sumber daya menyatakan bahwa agar perusahaan dapat *survive*, maka perusahaan harus memperoleh *resources*. Proposisi yang hendak disampaikan Pfeffer dan Salancik (1978) adalah bahwa perusahaan bergantung secara eksternal terhadap sumber daya karena agar perusahaan dapat terus berjalan, maka harus memperoleh sumber daya. Sumber daya yang berasal dari lingkungan perusahaan menjadikan perusahaan berpikir untuk dapat mengurangi ketergantungannya pada lingkungan tersebut. Semakin organisasi bergantung kepada lingkungan semakin tidak baik bagi organisasi itu sendiri, sehingga untuk dapat mengurangi ketergantungan tersebut dapat dilakukan suatu cara yang disebut sebagai hubungan inter-organisasional.

Strategi dan taktik pemilihan komposisi anggota dewan direksi merupakan salah satu tindakan untuk mengatasi ketergantungan lingkungan. Dewan direksi memiliki kemampuan untuk memperkecil ketidakpastian lingkungan dengan menggunakan koneksi yang mereka miliki. Pengalaman dan hubungan dewan direksi dapat memenuhi kebutuhan sumber daya yang bervariasi. Selanjutnya dewan direksi membawa empat manfaat bagi organisasi, yaitu informasi dalam bentuk saran dan nasihat, akses ke saluran informasi antara perusahaan dan lingkungan, akses istimewa ke sumber daya, dan legitimasi.

Teori pensinyalan

Teori pensinyalan dikemukakan oleh Spence (1973) menekankan pada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi yang akan diambil oleh pihak luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena menyajikan keterangan, catatan, ataupun gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini, maupun keadaan masa yang akan datang yang menunjukkan bagaimana kelangsungan hidup suatu perusahaan. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi. Menurut Spence (1973) bahwa perusahaan memberikan informasi kepada pihak eksternal sebagai sinyal untuk memberitahukan keadaan perusahaan dan salah satunya adalah laporan tahunan. Informasi yang dimaksud bisa berupa informasi keuangan maupun non keuangan.

Dewan Direksi

UU No. 40 Tahun 2007 menjelaskan bahwa Dewan Direksi merupakan organ perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar. Menurut Pedoman Umum *Good Corporate Governance* Indonesia (2006), direksi sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggungjawab secara kolektif dalam mengelola perusahaan.

Anggota dewan direksi perusahaan diangkat oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Jumlah anggota dewan direksi perusahaan telah diatur oleh regulasi. Salah satunya yang dimuat oleh UU No. 40 Tahun 2007 menyatakan direksi perseroan terdiri atas 1 (satu) orang anggota direksi atau lebih. Selain itu Peraturan OJK Nomor 33 Tahun 2014 menyatakan direksi emiten atau perusahaan publik paling kurang terdiri dari 2 (dua) orang anggota direksi dan 1 (satu) di antara anggota direksi diangkat menjadi direktur utama atau presiden direktur.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan menggambarkan kondisi keuangan suatu perusahaan (Asri dan Topowijono, 2018). Gambaran kinerja keuangan sangat penting bagi investor untuk mengetahui mengenai baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Hal ini berimplikasi pada baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Informasi mengenai kinerja keuangan perusahaan dapat digunakan oleh investor apakah mereka akan mempertahankan investasi mereka di perusahaan tersebut atau mencari alternatif lain. Penciptaan nilai ekonomi dapat dilihat dari kinerja keuangan (Orozco *et al.*, 2018). Harapannya adalah kinerja meningkat setiap periode agar investor mau untuk berinvestasi pada perusahaan mereka (Defawanti dan Paramita, 2018). Perusahaan akan dinilai baik manakala kinerja keuangan perusahaan semakin meningkat (Soedjatmiko dkk., 2018).

Reaksi Investor

Reaksi investor dapat diartikan sebagai respon dari investor yang diberikan kepada perusahaan. Reaksi investor menunjukkan respon positif atau negatif investor terhadap perusahaan yang sering direfleksikan melalui perubahan harga saham perusahaan yang selanjutnya memengaruhi tingkat *return* saham perusahaan.

Motivasi investor melakukan investasi dengan membeli saham perusahaan dengan harapan untuk *return* saham yang sesuai dengan apa yang telah diinvestasikannya. *Return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi sedangkan saham adalah surat berharga yang merupakan tanda kepemilikan seseorang atau badan terhadap suatu perusahaan (Asri dan Topowijono, 2018). Dengan demikian, keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu, dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukannya akan tergambar pada *return* saham (Handayati dan Zulyanti, 2018).

Kerangka Pemikiran Teoretis

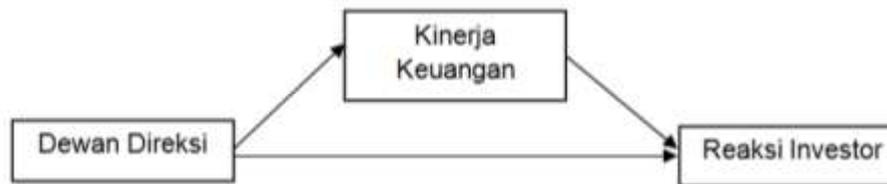
Keberadaan suatu perusahaan ditentukan oleh sumber daya yang dimilikinya. Dengan demikian, ketersediaan sumber daya yang dibutuhkan perusahaan dalam rangka mengembangkan dan melangsungkan kehidupan perusahaan menjadi sangat penting. Hal ini tergambar dalam teori ketergantungan sumber daya menekankan bahwa para direktur membawa berbagai sumber daya berharga ke perusahaan. Keberadaan dewan direksi dipandang menjamin ketersediaan sumber daya sehingga perusahaan dapat memenuhi kebutuhan sumber daya yang bervariasi.

Hubungan antara perusahaan dan sumber daya dapat dibangun melalui dewan direksi dengan membangun hubungan eksternal dengan pihak eksternal perusahaan menggunakan kemampuan koneksi dan jaringan yang mereka miliki. Hubungan koneksi dan jaringan eksternal ini dapat dijadikan sinyal positif atau kabar baik bagi investor bahwa manajemen puncak memiliki jaringan eksternal yang luas. Jumlah dewan yang lebih banyak diinginkan oleh investor karena akan memberikan lebih banyak cara menghubungkan dengan pihak eksternal kepada perusahaan. Hal ini sejalan dengan Teori pensinyalan yang menekankan pentingnya informasi perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan.

Investor memandang bahwa ukuran dewan direksi sebagai sinyal penting dari kualitas perusahaan.

Kebutuhan akan hubungan eksternal yang efektif menyebabkan kebutuhan akan jumlah anggota dewan direksi yang semakin banyak meningkat. Ukuran dewan direksi yang besar akan membawa manfaat bagi perusahaan dalam memperoleh sumber daya. Hal ini akan meningkatkan akses yang lebih besar untuk membawa sumber daya yang lebih berharga bagi perusahaan. Sumber daya tersebut dapat berupa sumber daya keuangan, sumber daya manusia, teknologi, maupun informasi yang relevan. Sumber daya tersebut dipercaya dapat meningkatkan efektivitas perusahaan melalui pengambilan keputusan strategi oleh dewan direksi dalam mengelola keseluruhan operasional perusahaan. Dengan demikian, ukuran dewan direksi yang besar akan meningkatkan kinerja keuangan seperti pencapaian profitabilitas yang maksimal. Informasi ini selanjutnya akan memotivasi reaksi investor untuk menanamkan modalnya pada saham. Investor akan melihat sinyal tersebut sebagai suatu kesempatan untuk membeli saham perusahaan sehingga meningkatnya harga saham akan mencerminkan tingginya *return* saham dari suatu perusahaan.

Argumentasi hubungan sebab akibat dari landasan pemikiran di atas dapat dilihat pada gambar berikut.



Gambar 1. Kerangka Teoretis

Pengembangan Hipotesis

Dewan Direksi dan Reaksi Investor

Perusahaan yang memiliki anggota dewan direksi yang lebih banyak memiliki lebih banyak keahlian dalam bisnis sehingga dapat melakukan tugasnya lebih baik. Keahlian dewan direksi perusahaan yang lebih besar akan memiliki kemampuan pemecahan masalah yang lebih baik yang terlihat dalam pengambilan keputusan jangka pendek dan jangka panjang yang lebih efektif dalam lingkungan yang kompleks. Perusahaan yang memiliki anggota dewan direksi yang lebih banyak juga akan lebih diinginkan oleh investor karena perusahaan dapat memberikan lebih banyak cara menghubungkan pihak eksternal kepada perusahaan. Hubungan yang luas menandakan bahwa manajemen puncak memiliki jaringan eksternal yang lebih baik. Sinyal kualitas pengambilan keputusan dan hubungan eksternal yang luas merupakan sinyal yang menunjukkan efektivitas perusahaan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham bagi investor. Sinyal kualitas perusahaan akan memotivasi reaksi investor sehingga kepercayaan investor juga meningkat untuk berinvestasi pada perusahaan. Kepercayaan investor yang meningkat akan berdampak pada kenaikan harga saham yang dapat meningkatkan *return* saham.

Teori pensinyalan yang dikemukakan Spence (1973) menjelaskan bahwa dalam situasi asimetri informasi, investor memerlukan sinyal dari perusahaan. Informasi anggota dewan direksi perusahaan dapat digunakan sebagai sinyal penting dari kualitas perusahaan mengenai kualitas pengambilan keputusan perusahaan dan keterhubungan dengan pihak eksternal.

Rossi dan Cebula (2015) menunjukkan adanya reaksi positif pasar terhadap pengumuman dewan direksi perusahaan yang menunjukkan investor akan menghargai secara positif kecepatan perubahan strategi. Sebaliknya, Rajabi *et al.* (2014) menemukan ukuran dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham karena direktur perusahaan

belum melaksanakan tugasnya secara efektif. Wang *et al.* (2017) juga menemukan ukuran dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham karena investor tidak mempertimbangkan ukuran dewan direksi sebagai strategi efektif.

Rangkain argumentasi tersebut di atas dapat dijadikan landasan hipotesis berikut:

H₁: Dewan direksi memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi investor

Dewan Direksi dan Kinerja Keuangan

Perusahaan yang memiliki jumlah anggota dewan direksi yang banyak akan meningkatkan hubungan perusahaan dengan lingkungan eksternalnya. Dampak yang akan diperoleh adalah menciptakan jaringan yang lebih besar dengan sumber daya, yang menjamin ketersediaan sumber daya lebih baik. Ketersediaan sumber daya yang lebih besar akan berdampak pada keberlanjutan operasional perusahaan untuk menghasilkan kinerja keuangan perusahaan yang semakin baik. Sumber daya yang berharga juga dapat meningkatkan efektivitas pengambilan keputusan strategis oleh dewan direksi dalam mengelola perusahaan sehingga efektivitas keseluruhan operasional perusahaan yang baik akan meningkatkan pencapaian kinerja keuangan yang berimplikasi pada profitabilitas yang makin tinggi. Hal ini selaras dengan teori ketergantungan sumber daya menyatakan bahwa fungsi dewan direksi adalah sebagai penyedia sumber daya bagi perusahaan. Para direktur membangun hubungan eksternal dengan koneksi dan jaringan yang dimiliki sehingga membawa berbagai sumber daya berharga kepada perusahaan.

Martín dan Herrero (2018) menemukan ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penggabungan anggota baru ke dewan direksi memberikan pengetahuan kepada perusahaan sehingga meningkatkan profitabilitas ekonomi perusahaan. Yasser *et al.* (2017) juga menemukan jumlah anggota dewan direksi yang lebih tinggi akan membawa keahlian dan beragam pengalaman, sehingga menghasilkan kinerja perusahaan yang meningkat. Palaniappan (2017) menemukan pengaruh negatif ukuran dewan direksi terhadap kinerja keuangan yang menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi yang optimal akan mengarah pada peningkatan kinerja perusahaan. Liang *et al.* (2013) menemukan ukuran dewan direksi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan karena masalah koordinasi, komunikasi, dan pengambilan keputusan. Asengga *et al.* (2018) menemukan ukuran dewan direksi tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan yang disebabkan oleh kurangnya keahlian yang tepat dari direktur.

Dengan demikian, dapat diajukan hipotesis dua sebagai berikut:

H₂: Dewan direksi memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan

Kinerja Keuangan dan Reaksi Investor

Rasio profitabilitas merefleksikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi pemegang saham. Rasio profitabilitas yang baik menggambarkan produktivitas perusahaan menggunakan investasi dari pemegang saham secara efisien. Perusahaan yang mengelola investasi dari pemegang saham secara bertanggungjawab menunjukkan kepedulian perusahaan untuk memaksimalkan investasi dari investor untuk menghasilkan laba agar investor memperoleh tingkat pengembalian investasi yang semakin besar. Perusahaan yang memiliki kinerja keuangan tinggi dalam bentuk profitabilitas yang tinggi akan menjadi sebuah sinyal bagi para investor bahwa kinerja keuangan merupakan produktivitas perusahaan untuk menghasilkan laba dari investasi investor. Sinyal tersebut akan meningkatkan reaksi investor yang diikuti dengan meningkatnya minat investor. Dengan demikian, para investor cenderung akan mempertahankan investasi mereka di perusahaan tersebut atau bahkan meningkatkan

investasinya sehingga akan terjadi kenaikan harga saham. Kenaikan harga saham akan berdampak meningkatnya *return* saham perusahaan.

Laporan keuangan memberikan gambaran yang baik mengenai informasi keuangan perusahaan, akan memberikan sinyal atau tanda kepada investor bahwa perusahaan menjalankan usahanya dengan baik untuk menghasilkan laba. Hal ini berimplikasi pada ketertarikan investor berinvestasi di perusahaan.

Asri dan Topowijono (2018) serta Handayati dan Zulyanti (2018) melaporkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh terhadap *return* saham, karena perusahaan dianggap mampu menghasilkan laba yang tinggi. Penelitian Kanter dan Siagian (2017) menemukan bahwa kinerja keuangan berpengaruh terhadap *return* saham karena disebabkan terjadinya *opportunity cost* karena aset tidak digunakan untuk meningkatkan laba. Defawanti dan Paramita (2018) serta Soedjatmiko dkk. (2018) menemukan ROA tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Dengan demikian, hipotesis berikut dapat diajukan:

H₃: Kinerja keuangan memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi investor

Peran Kinerja Keuangan dalam Memediasi Pengaruh Dewan Direksi terhadap Reaksi Investor

Kinerja keuangan menggambarkan cara perusahaan untuk menciptakan nilai ekonomi (Ronald *et al*, 2019). Hal ini dapat dilakukan dengan semakin efisien dalam memanfaatkan aset (sumber daya) yang dimiliki Asri dan Topowijono (2018). Keuntungan yang tinggi menunjukkan tingkat produktivitas sumber daya dan ketersediaan sumber daya yang baik untuk memperoleh laba. Informasi kinerja keuangan yang baik memberikan sinyal kepercayaan kepada investor bahwa semakin tinggi pula efektivitas perusahaan yang ditunjukkan dengan pengambilan keputusan perusahaan yang baik dalam keseluruhan operasional perusahaan dalam mengelola sumber dayanya. Kepercayaan investor yang meningkat akan meningkatkan reaksi investor dan mendorong perusahaan semakin diminati. Minat investor yang tinggi berpengaruh pada meningkatnya permintaan saham oleh para investor. Teori ketergantungan sumber daya menyatakan bahwa dewan direksi memiliki kemampuan untuk menjamin keberadaan sumber daya yang berharga bagi perusahaan melalui koneksi dan jaringan yang dimiliki. Oleh karena itu, perusahaan berusaha untuk meningkatkan kinerja keuangan adalah melalui dewan direksi.

Dewan direksi ini berdampak informatif bagi investor bahwa perusahaan mempunyai sumber daya berharga yang dapat meningkatkan efektivitas perusahaan. Sinyal tersebut berkaitan dengan pengambilan keputusan strategi dari dewan direksi. Pengambilan keputusan strategi yang efektif dengan memanfaatkan sumber daya berharga yang dimiliki perusahaan akan menghasilkan keuntungan maksimal. Hasil keuntungan maksimal ini selanjutnya menunjukkan peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Dengan demikian, kepercayaan investor yang timbul bahwa efektivitas dewan direksi melalui pengambilan keputusan mengelola sumber daya dengan baik dapat meningkatkan kinerja keuangan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄: Kinerja keuangan memediasi pengaruh dewan direksi terhadap reaksi investor

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian yang dilakukan adalah penelitian eksplanatori (*eksplanatory research*). Tujuan penelitian eksplanatori adalah untuk mengkonfirmasi dan menjelaskan hubungan sebab akibat antara berbagai variabel dalam penelitian ini.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2015-2018. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel adalah (1) perusahaan manufaktur yang terdaftar secara terus-menerus di BEI selama periode 2015-2018, dan (2) perusahaan menerbitkan laporan tahunan secara lengkap selama periode 2015-2018. Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel untuk masing-masing tahun adalah 32 perusahaan dan secara keseluruhan data yang diolah dalam penelitian ini adalah 128 data perusahaan untuk 4 tahun.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter yaitu laporan tahunan (*annual report*) yang diterbitkan perusahaan publik yang terdaftar di BEI selama periode 2015-2018. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data dari penelitian ini berasal dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan melalui observasi yaitu metode penelitian dengan menganalisis pesan dan informasi dari suatu dokumen, yaitu laporan tahunan yang dipublikasikan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2018.

Metode Analisis Data

Untuk menguji data dalam penelitian ini kami menggunakan model regresi dalam analisis jalur (*path analysis*) untuk memprediksi hubungan antara variabel eksogenus dan variabel endogenus serta peran variabel mediasinya.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Dewan Direksi

Dewan direksi dalam suatu perusahaan merupakan organ perusahaan yang akan menentukan kebijakan dan strategi yang diambil oleh perusahaan baik jangka pendek maupun jangka panjang. Penelitian ini mengukur dewan direksi dengan menggunakan salah satu karakteristik dewan direksi yaitu ukuran dewan direksi perusahaan (Orozco *et al.*, 2018; Musteen *et al.*, 2010; Assenga *et al.*, 2018). Ukuran dewan direksi dihitung dengan menggunakan formula:

$$\text{Ukuran Dewan Direksi} = \sum \text{Anggota Dewan Direksi}$$

2. Kinerja Keuangan

Penelitian ini menggunakan penilaian kinerja keuangan yang dilakukan melalui analisis rasio keuangan dengan menggunakan rasio *Return on Assets* (ROA) (Orozco *et al.*, 2018; Assenga *et al.*, 2018; Martín dan Herrero, 2018). ROA mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (laba) dengan memanfaatkan sumber daya perusahaan secara efisien. Rumus yang digunakan untuk menghitung ROA perusahaan yaitu:

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

3. Reaksi Investor

Reaksi investor merupakan respon positif atau negatif investor yang mengakibatkan adanya perubahan harga saham perusahaan sehingga memengaruhi tingkat *return* saham. Penelitian ini menggunakan *return* realisasi (*actual return*) untuk mengukur *return* saham (Defawanti dan Paramita, 2018; Kanter dan Siagian, 2017). *Return* realisasi sering digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan karena dapat mengukur tingkat kinerja perusahaan. Formula yang digunakan untuk menghitung *return* realisasi (*actual return*), yaitu:

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

R_{it} : *Actual return* saham perusahaan i pada hari ke t

$P_{i,t}$: Harga saham perusahaan i pada hari t

$P_{i,t-1}$: Harga saham perusahaan i pada hari t-1

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk menganalisis dan menyajikan data kuantitatif dengan tujuan untuk mengetahui gambaran perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Nilai yang dilihat dari statistik deskriptif adalah *mean*, maksimum, minimum, dan standar deviasi dari variabel-variabel yang diteliti.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Dewan Direksi (DD)	128	3.00	11.00	6.0703	2.33151
Kinerja Keuangan (ROA)	128	-.18	.47	.0756	.08901
Reaksi Investor (RET)	128	-.64	.51	.0603	.18895

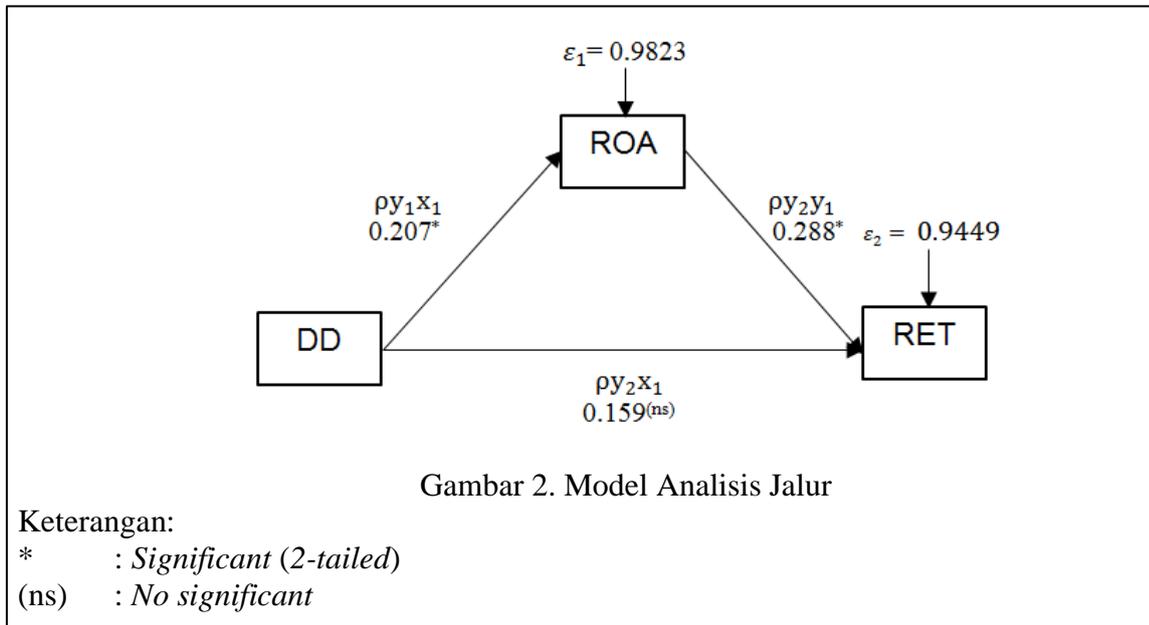
Berdasarkan hasil statistik deskriptif, dewan direksi dalam perusahaan sampel menunjukkan nilai terendah sebesar 3 dan nilai tertinggi sebesar 11, dengan rata-rata sebesar 6.0703 dan standar deviasi sebesar 2.33151. Hal ini berarti rata-rata perusahaan sampel memiliki 6 orang anggota dewan direksi. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa penyimpangan data dewan direksi lebih kecil dari nilai rata-ratanya sehingga sifat data dari penelitian ini menyebar.

Kinerja keuangan dalam perusahaan sampel menunjukkan nilai terendah sebesar -0.18 dan nilai tertinggi sebesar 0.47, dengan rata-rata sebesar 0.0756 dan standar deviasi sebesar 0.08901. Hal ini berarti rata-rata perusahaan sampel mampu menghasilkan laba sebesar 7.56% dari total asetnya. Nilai standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa tidak sedikit data kinerja keuangan yang menyimpang dari nilai rata-rata. Data kinerja keuangan perusahaan sampel dalam penelitian ini cukup bervariasi.

Reaksi investor dalam perusahaan sampel menunjukkan nilai terendah sebesar -0.64 dan nilai tertinggi sebesar 0.51, dengan rata-rata sebesar 0.0603 dan standar deviasi sebesar 0.18895. Hal ini berarti rata-rata perusahaan sampel memiliki *return* saham yang sangat rendah, yaitu sebesar 0.0603. Nilai standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa tidak sedikit data reaksi investor yang menyimpang dari nilai rata-rata. Data reaksi investor perusahaan sampel dalam penelitian ini cukup bervariasi.

Analisis Jalur

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan model regresi dalam analisis jalur untuk memprediksi hubungan antara variabel eksogenus dan variabel endogenus. Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah diperoleh untuk model penelitian ini, maka dapat digambarkan model diagram jalur sebagai berikut:



Persamaan struktural yang dapat dirumuskan berdasarkan model diagram jalur yang telah digambarkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

Persamaan substruktur 1 : $ROA = 0.207 DD + 0.9823$

Persamaan substruktur 2 : $RET = 0.159 DD + 0.288 ROA + 0.9449$

Keterangan:

$$\epsilon_1 = \sqrt{(1 - \text{adjusted } R^2)} = \sqrt{(1 - 0.035)} = 0.9823$$

$$\epsilon_2 = \sqrt{(1 - \text{adjusted } R^2)} = \sqrt{(1 - 0.107)} = 0.9449$$

Tabel 2
 Hasil Analisis Persamaan Jalur

Struktur Model	Standardized Beta	Sig.	Keterangan
Substruktur 1			
DD → ROA	.207	.019	Signifikan
Substruktur 2			
DD → RET	.159	.097	Tidak Signifikan
ROA → RET	.288	.002	Signifikan

Hasil pengujian hipotesis terkonfirmasi pada table 2 dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Dewan direksi memiliki pengaruh sebesar 0.159 dan probabilitas signifikansi sebesar 0.097, lebih besar dari 0.05. Hal ini berarti bahwa dewan direksi berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap reaksi investor. Oleh karena itu, H₁ yang menyatakan bahwa dewan direksi memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi investor ditolak.

2. Dewan direksi memiliki pengaruh sebesar 0.207 dan probabilitas signifikansi sebesar 0.019, lebih kecil dari 0.05. Hal ini berarti bahwa dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Oleh karena itu, H_2 yang menyatakan bahwa dewan direksi memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan diterima.
3. Kinerja keuangan memiliki pengaruh sebesar 0.288 dan probabilitas signifikansi sebesar 0.002, lebih kecil dari 0.05. Hal ini berarti kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi investor. Oleh karena itu, H_3 yang menyatakan bahwa kinerja keuangan memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi investor diterima.

Uji Sobel

Uji Sobel digunakan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y) melalui variabel mediasi (M). Jika hasil p -value < 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel M memediasi hubungan kausal antara variabel bebas terhadap variabel terikat, (Simarmata *et al*, 2019).

Tabel 3
Hasil Uji Sobel

Variabel	Nilai Estimasi	Standard Error	p -value of Sobel Test (two-tailed probability)
DD → RET (Via ROA)	.008 ; .611	.003 ; .190	.040

Sumber: Program statistics sobel test calculators version 4.0 (2019)
<http://www.danielsoper.com/statcalc/calculator.aspx?id=31>

Hasil uji Sobel menunjukkan bahwa pengaruh dewan direksi terhadap reaksi investor (Y_3) melalui kinerja keuangan memiliki nilai probabilitas signifikansi $0.040 < 0.05$. Dengan demikian, kinerja keuangan berperan dalam memediasi pengaruh dewan direksi terhadap reaksi investor, sehingga H_4 diterima.

Pembahasan

Pengaruh Dewan Direksi terhadap Reaksi Investor

Dewan direksi memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap reaksi investor. Hal ini mengindikasikan bahwa dewan direksi cenderung meningkatkan reaksi investor. Semakin banyak anggota dewan direksi perusahaan, maka kecenderungan reaksi investor terhadap perusahaan akan meningkat. Akan tetapi, hasil penelitian ini mengkonfirmasi dewan direksi tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat terhadap reaksi investor.

Perusahaan yang memiliki anggota dewan direksi yang banyak memiliki lebih banyak keahlian dalam pengambilan keputusan dalam lingkungan yang kompleks. Selain itu, anggota dewan direksi yang lebih banyak juga lebih diinginkan oleh investor karena manajemen puncak dapat memberikan lebih banyak cara menghubungkan pihak eksternal kepada perusahaan dengan jaringan eksternal yang luas (Musteen *et al.*, 2010). Hal ini akan menjadi sinyal informasi yang baik bagi investor bahwa perusahaan memiliki kualitas yang baik. Dengan demikian, banyalnya anggota dewan direksi akan meningkatkan reaksi investor yang merupakan kepercayaan dari para investor pada perusahaan sebagai perusahaan yang efektif dalam pengambilan keputusan dan hubungan eksternal yang luas untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Dewan direksi seharusnya dapat menjadi sebuah sinyal bagi para investor yang menunjukkan kualitas perusahaan yang baik. Namun, dewan direksi tidak dapat menjadi sinyal yang kuat bagi para investor. Investor tidak mempertimbangkan informasi dewan direksi terkait ukuran dewan direksi sebagai informasi yang relevan pada saat ingin berinvestasi. Investor juga tidak mempertimbangkan ukuran dewan direksi sebagai strategi efektif (Wang *et al.*, 2017).

Selain itu, investor belum memiliki kepercayaan yang kuat bahwa dewan direksi telah melaksanakan tugasnya secara efektif (Rajabi *et al.*, 2014).

Hasil penelitian ini selaras dengan temuan Wang *et al.* (2017) yaitu bahwa ukuran dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham karena investor tidak mempertimbangkan ukuran dewan direksi sebagai strategi efektif. Demikian halnya dengan penelitian Rajabi *et al.* (2014) yang juga menemukan ukuran dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham karena direktur perusahaan belum melaksanakan tugasnya secara efektif. Namun demikian temuan penelitian ini berbeda dengan penelitian Rostami *et al.* (2016) yang menemukan ukuran dewan direksi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham.

Pengaruh Dewan Direksi terhadap Kinerja Keuangan

Dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan yang diproksi dengan *return on assets*. Temuan ini mengindikasikan bahwa dewan direksi cenderung meningkatkan kinerja keuangan. Anggota dewan direksi perusahaan yang makin banyak cenderung dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan yang memiliki anggota dewan direksi yang banyak akan meningkatkan hubungan perusahaan dengan lingkungan eksternalnya menjadi lebih baik dan luas. Hubungan ini akan memberikan jalan masuk perusahaan ke sumber daya yang penting seperti sumber daya keuangan, sumber daya manusia, teknologi, dan informasi terkait bagi perusahaan (Assenga *et al.*, 2018). Seluruh sumber daya tersebut selanjutnya akan digunakan dalam operasional perusahaan untuk meningkatkan kinerja keuangannya.

Dewan direksi yang lebih besar juga meningkatkan keragaman dalam hal pengalaman, keahlian, gender, dan kebangsaan (Wang *et al.*, 2017). Pengetahuan, keahlian, dan pengalaman akan meningkatkan kualitas pengambilan keputusan strategis oleh dewan direksi dalam mengelola operasional perusahaan. Aktivitas keseluruhan operasional yang baik akan meningkatkan pencapaian kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan hasil statistik deskriptif, rata-rata anggota dewan direksi perusahaan adalah sebesar 6 orang. Hal ini menunjukkan ketika direktur baru ditambahkan, maka keuntungan lebih besar daripada masalah pengambilan keputusan. Namun, ketika jumlah direktur meningkat melampaui nilai tertentu, masalah komunikasi dan koordinasi lebih besar sehingga kinerja keuangan dapat menurun (Wang *et al.*, 2017).

Temuan riset ini selaras dengan teori ketergantungan sumber daya yang menyatakan bahwa fungsi dewan direksi sebagai penyedia sumber daya bagi perusahaan dengan membangun hubungan eksternal dengan koneksi dan jaringan yang dimiliki. Hubungan tersebut akan membawa berbagai sumber daya berharga ke perusahaan. Dewan direksi akan meningkatkan kinerja keuangan karena ketersediaan sumber daya secara terus menerus bagi perusahaan akan berdampak pada keberlanjutan operasional perusahaan untuk mendorong kinerja keuangan yang semakin baik.

Temuan riset ini sejalan dengan penelitian Martín dan Herrero (2018), Yasser *et al.* (2017), Badu (2017), dan Belkhir (2009) yang menemukan bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Penggabungan anggota baru ke dewan direksi memberikan pengetahuan kepada perusahaan sehingga meningkatkan profitabilitas ekonomi perusahaan (Martín dan Herrero, 2018). Namun demikian, temuan riset ini berbeda dengan Palaniappan (2017), Liang *et al.* (2013), dan Guest (2009) yang menemukan bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini disebabkan oleh masalah komunikasi, koordinasi, dan pengambilan keputusan yang lebih besar (Liang *et al.*, 2013).

Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Reaksi Investor

Terkonfirmasi bahwa kinerja keuangan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi investor. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan cenderung meningkatkan reaksi investor. Semakin tinggi kinerja keuangan perusahaan, maka kecenderungan reaksi investor terhadap perusahaan akan meningkat.

Indikator kinerja keuangan berupa ROA menggambarkan bagaimana kemampuan perusahaan mengelola asetnya untuk memperoleh pendapatan (Kanter dan Siagian, 2017). ROA sangat berhubungan erat dengan aktivitas operasional perusahaan untuk bertumbuh dan berkembang. Informasi ini akan menjadi sinyal informasi yang baik bagi investor bahwa perusahaan melakukan efektivitas dan efisiensi pengelolaan sumber daya. Dengan demikian, kinerja keuangan perusahaan yang meningkat akan meningkatkan reaksi investor berupa kepercayaan dari para investor kepada perusahaan sebagai perusahaan yang efektif dan efisien dalam memaksimalkan investasi dari investor untuk menghasilkan laba.

Hasil penelitian ini konsisten dan sejalan dengan penelitian Asri dan Topowijono (2018) dan Handayati dan Zulyanti (2018) yang menemukan kinerja keuangan (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Karena ROA yang tinggi dianggap mampu menghasilkan laba yang tinggi yang tergambar dari harga saham. Akan tetapi, hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Kanter dan Siagian (2017).

Peran Mediasi Kinerja Keuangan dalam Memediasi Pengaruh Dewan Direksi terhadap Reaksi Investor

Konfirmasi pengujian data menunjukkan bahwa dewan direksi memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan kinerja keuangan memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi investor. Pengujian sobel juga mengkonfirmasi bahwa kinerja keuangan berperan dalam memediasi dewan direksi terhadap reaksi investor. Temuan ini selaras dengan teori ketergantungan sumber daya. Cara yang dapat digunakan perusahaan untuk memastikan tersedianya sumber daya untuk meningkatkan kinerja keuangan adalah dengan anggota dewan direksi. Dewan direksi dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai sumber daya berharga yang dapat meningkatkan efektivitas perusahaan. Dengan demikian, kepercayaan investor yang timbul bahwa efektivitas perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangan.

Peningkatan kinerja keuangan ini selanjutnya menjadi sinyal informasi yang baik bagi investor bahwa perusahaan mengelola sumber dayanya dengan baik dalam rangka memperoleh laba. Hal ini akan menciptakan reaksi investor berupa respon positif sehingga meningkatkan kepercayaan dari para investor kepada perusahaan sebagai perusahaan yang efektif dan efisien yang memiliki produktivitas sumber daya dan ketersediaan sumber daya. Dengan demikian, kinerja keuangan berperan dalam memediasi pengaruh dewan direksi terhadap reaksi investor.

PENUTUP

Kesimpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah bahwa dewan direksi berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap reaksi investor. Hal ini menunjukkan bahwa ketersediaan lebih terkait anggota dewan direksi cenderung meningkatkan reaksi investor, namun demikian pengaruhnya tidak cukup kuat. Hal ini disebabkan oleh investor tidak mempertimbangkan informasi dewan direksi sebagai strategi yang efektif dan tidak semua dewan direksi perusahaan telah melakukan tugasnya secara efektif. Temuan yang lain menunjukkan bahwa dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan jumlah anggota dewan direksi yang lebih banyak cenderung memiliki kinerja keuangan yang meningkat. Hal ini disebabkan oleh dewan direksi menghubungkan perusahaan kepada sumber daya penting untuk keberlanjutan operasional. Demikian halnya bahwa kinerja keuangan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi investor. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki

kinerja keuangan yang tinggi cenderung memiliki reaksi investor yang meningkat. Hal ini disebabkan oleh investor merespon positif berupa kepercayaan terhadap perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan laba.

Temuan tentang kinerja keuangan berperan dalam memediasi pengaruh dewan direksi terhadap reaksi investor bermakna bahwa kinerja keuangan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap efektivitas dewan direksi perusahaan dalam hal produktivitas dan ketersediaan sumber daya untuk menghasilkan laba.

Implikasi teoretis penelitian ini menguatkan teori ketergantungan sumber daya yang dikemukakan oleh Pfeffer dan Salancik (1978) dan Hillman *et al.* (2009). Pemilihan komposisi anggota dewan direksi yang tepat dapat menciptakan akses ke sumber daya dengan koneksi dan jaringan yang dewan direksi miliki sehingga dapat memenuhi kebutuhan sumber daya perusahaan yang bervariasi yang pada akhirnya dapat meningkatkan kepercayaan investor. Penelitian ini juga menguatkan Teori pensinyalan yang dikemukakan oleh Spence (1973). Pengungkapan informasi keuangan maupun informasi non-keuangan seperti profil dewan direksi dapat menjadi sinyal yang baik bagi investor bahwa perusahaan memberikan informasi yang relevan sehingga investor akan cenderung lebih tertarik berinvestasi pada perusahaan yang memberitahukan seluruh keadaan perusahaan.

Implikasi praktis dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan bagi perusahaan dalam mempertimbangkan jumlah anggota dewan direksi yang sesuai dengan kebutuhan perusahaan sehingga dapat membantu perusahaan dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Penelitian ini juga dapat memberikan masukan bagi para pengguna laporan tahunan, khususnya investor dalam melakukan analisis lebih mendalam terhadap perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan dapat bermanfaat bagi regulator yaitu Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai bahan referensi mengevaluasi kebijakan yang telah dibuat dan dapat mendukung regulator dalam mempertahankan dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan publik di Indonesia yang penting dalam menjaga iklim investasi di Indonesia.

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan yaitu periode sampel penelitian yang digunakan hanya 4 tahun yaitu tahun 2015-2018 sehingga sampel yang diuji relatif sedikit dan sampel yang digunakan dalam penelitian hanya pada satu jenis industri yaitu pada perusahaan manufaktur sehingga tidak dapat menggambarkan seluruh perusahaan publik di BEI. Yang kedua pengukuran dewan direksi hanya menggunakan satu jenis alat ukur dewan direksi yaitu ukuran dewan direksi sehingga tidak dapat menggambarkan dengan baik keahlian dan efektivitas dewan direksi.

Penelitian masa akan datang dapat mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut antara lain menambah periode penelitian agar jumlah sampel yang diuji lebih banyak dan melakukan penelitian pada industri yang berbeda untuk dijadikan perbandingan. Selanjutnya dapat mempertimbangkan pengukuran dewan direksi dengan menggunakan alat ukur yang lain seperti komposisi dewan direksi, keahlian dewan direksi, proporsi direktur independen, proporsi direktur wanita, proporsi direktur asing, jumlah rapat dewan direksi, dan lain-lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Asri, D. M., & Topowijono. (2018). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2014-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 60(3), 62-71.
- Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The Impact of Board Characteristics on The Financial Performance of Tanzanian Firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Badu, E. A. (2017). The Impact of Corporate Board Size on Firm Performance: Evidence from Ghana and Nigeria. *Research in Business and Management*, 4(2), 1-12.
- Bahtera, N. T. (2017). Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer (CEO). *The Indonesian Journal of Applied Business*, 1(1), 14-29.
- Belkhir, M. (2009). Board of Director's Size and Performance in The Banking Industry. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 201-221.
- Defawanti, A. R., & Paramita, R. S. (2018). Pengaruh Kinerja Keuangan, Tingkat Bunga dan Inflasi Terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(3), 183-196.
- García-Meca, E., & Palacio, J. C. (2018). Board Composition and Firm Reputation: The Role of Business Experts, Support Specialists and Community Influentials. *BRQ Business Research Quarterly*, 83, 1-13.
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program IBM SPSS 19 Edisi Kelima*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Guest, P. M. (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence From The UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
- Handayati, R., & Zulyanti, N. R. (2018). Pengaruh Earning Per Share (EPS), Debt To Equity Ratio (DER), dan Return on Assets (ROA) terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Penelitian Ilmu Manajemen*, 3(1), 615-620.
- Hillman, A. J., Withers, M., & Collins, B. J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 1-24.
- Kanter, A. B., & Siagian, J. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Return Saham. *Fundamental management journal*, 2(2), 17-26.
- Kim, K.-H., & Rasheed, A. A. (2013). Board Heterogeneity and Stability in Firm Performance: An Empirical Study Utilizing Multi-theoretic Approach. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 9(1), 26-39.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia.
- Liang, Q., Xu, P., & Jiraporn, P. (2013). Board Characteristics and Chinese Bank Performance. *Journal of Banking & Finance*, 37, 2953-2968.
- Martín, C. G., & Herrero, B. (2018). Boards of Directors: Composition and Effects on The Performance of The Firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1015-1041.
- Musteen, M., Datta, K. D., & Kemmerer, B. (2010). Corporate Reputation: Do Board Characteristics Matter? *British Journal of Management*, 21, 498-510.
- Orozco, A. L., Vargas, J., & Galindo-Dorado, R. (2018). Trends on The Relationship Between Board Size and Financial and Reputational Corporate Performance: The Colombian Case. *European Journal of Management and Business Economics*, 27(2), 183-197.
- Palaniappan G. (2017). Determinants of Corporate Financial Performance Relating to Board Characteristics of Corporate Governance in Indian Manufacturing Industry: An Empirical Study. *European Journal of Management and Business Economics*, 26(1), 67-85.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik.

- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Rajabi, R., Mahdavihou, M., & Khotanlou, M. (2014). Board of Directors' Characteristics and the Stock Return Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*(66), 78-92.
- Ronald, S., Ng, S., & Daromes, F. E. (2019). Corporate Social Responsibility as Economic Mechanism for Creating Firm Value. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 3(1), 22-36.
- Rossi, F., & Cebula, R. J. (2015). Stock Market Reactions to Announcements of The Board of Directors: Evidence from Italy. *Applied Economics*, 47(20), 2102-2118.
- Rostami, S., Rostami, Z., & Kohansal, S. (2016). The Effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance*, 36, 137-146.
- Santoso, S. (2012). *Aplikasi SPSS pada Statistik Parametrik*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Simarmata, C. N., Ng, S., & Daromes, F. E. (2019). UKURAN PERUSAHAAN DAN TINGKAT LEVERAGE SEBAGAI PENDORONG PENERAPAN HEDGING UNTUK MENEKAN RISIKO IDIOSINKRATIK. *AJAR*, 2(02), 19-48.
- Soedjatmiko, Abdullah, H., & Taufik, A. (2018). Pengaruh ROA, DER dan PER terhadap Return Saham Pada Perusahaan Consumer Goods Industry di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015. *DINAMIKA EKONOMI Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 11(1), 28-47.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Wang, J., Chen, M.-H., Fang, C.-Y., & Tian, L. (2017). Does Board Size Matter for Taiwanese Hotel Performance? Agency Theory or Resource Dependence Theory. *Cornell Hospitality Quarterly*, 1-8.
- Yasser, R. Q., Mamun, A. A., & Rodriqs, M. (2017). Impact of Board Structure of Firm Performance: Evidence from An Emerging Economy. *Journal of Asia Business Studies*, 11(2), 210-228.