

KERAGAMAN GENDER DEWAN, KEPEMILIKAN TERKONSENTRASI, DAN KINERJA PERUSAHAAN: PEMBUKTIAN DI ASEAN

Linda Putri Nadia , Krisnanda , Affan Wazzar Achmad

Universitas Muria Kudus

linda.putri@umk.ac.id, krisnanda@umk.ac.id, affan.wazzar@umk.ac.id

ABSTRAK

Tujuan dari makalah ini adalah untuk memperluas literatur dan pemahaman tentang ikatan interaktif yang menciptakan kinerja perusahaan melalui keragaman gender dewan dan konsentrasi kepemilikan. Oleh karena itu, penelitian ini menguji pengaruh keragaman gender dewan dan konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan dalam konteks negara berkembang. Penelitian ini menggunakan 103 perusahaan dari negara-negara ASEAN, termasuk Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand. Data yang mewakili semua industri kecuali industri keuangan diperiksa dengan periode sepuluh tahun anggaran 2010-2019. Penelitian ini memeriksa data panel yang tidak seimbang dengan spesifikasi efek tetap untuk model dasar. Hasil empiris menunjukkan bahwa kehadiran dan konsentrasi kepemilikan perempuan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa kehadiran perempuan dan kepemilikan terkonsentrasi lebih siap untuk mendisiplinkan dan memotivasi manajemen dengan basis sumber daya mereka, sedangkan kepemilikan yang tersebar memperbesar masalah oportunisme manajerial di perusahaan.

Kata kunci: kinerja perusahaan, keragaman gender dewan, konsentrasi kepemilikan.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to extend the literature and understanding about interactive ties creating firm performance through board gender diversity and ownership concentration. Therefore, we examined the influence of board gender diversity and ownership concentration on firm performance in the context of emerging economies. We use 103 firms from ASEAN countries, including Indonesia, Malaysia, the Philippines, and Thailand. The data representing all industries except the financial industry were examined with the period of ten financial years from 2010-2019. We examined unbalanced panel data with fixed effect specifications for baseline model. The empirical results are that women's presence and ownership concentration positively influences firm performance. It was suggesting that women's presence and concentrated ownership is better equipped to discipline and motivate the management with their resource base, whereas dispersed ownership magnifies the problem of managerial opportunism in the firms.

Keywords: firm performance, board gender diversity, ownership concentration.

1. PENDAHULUAN

Krisis keuangan yang dipicu pada tahun 2008 telah memberi sinyal untuk penyelidikan lebih lanjut tentang praktik tata kelola yang ada, efektivitas dewan dan kehadiran wanita dalam dewan direksi. Buruknya kinerja perusahaan sering dikaitkan dengan praktik tata kelola yang buruk dan kegagalan dewan direksi untuk melakukan yang terbaik bagi kepentingan pemangku kepentingan (Aebiet al.2012). Studi sebelumnya yang dilakukan oleh AEC pada tahun 2016 menunjukkan bahwa partisipasi angkatan kerja perempuan telah meningkat, terutama di pasar yang berkembang pesat seperti Singapura dan

Filipina (Pidani, 2020). Keterkaitan antara peran direktur wanita dan kinerja perusahaan telah menjadi salah satu topik yang paling banyak diteliti selama dua dekade terakhir yang menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola meningkatkan kinerja perusahaan dengan meminimalkan konflik keagenan antara pemilik dan pengelola serta meningkatkan kualitas tata Kelola perusahaan (McCahery dan Vermeulen, 2014). Bukti empiris yang ada menunjukkan bahwa direktur wanita lebih berhati-hati daripada direktur pria dalam membuat keputusan perusahaan yang penting (Levi et al., 2014). Direksi wanita lebih rajin memantau dan menuntut lebih banyak upaya audit daripada direktur pria (Adams dan Ferreira, 2009; Gul et al., 2008). Selain itu, direktur wanita membawa perspektif dan pengalaman yang berbeda ke dalam ruang rapat, yang membantu meningkatkan kualitas keputusan dewan dan meningkatkan legitimasi praktik perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan (Hillman et al., 2007).

Literatur mengenai peran direktur wanita dan kepemilikan terkonsentrasi beberapa tahun terakhir telah di uji untuk mendapati pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Akan tetapi, hasil dari penelitian sebelumnya masih kompleks dan belum ada kesimpulan yang jelas. Bukti empiris literatur yang ada sebagian besar berfokus pada perusahaan di AS. dan beberapa negara maju lainnya seperti Carter et al. (2003) dan Campbell dan Minguez-Vera (2008) yang mendokumentasikan hubungan signifikan dan positif antara persentase direktur wanita dan kinerja perusahaan. Sebaliknya, Ahern dan Dittmar (2012) menemukan bahwa memaksakan kuota 40% direktur wanita pada dewan di perusahaan publik Norwegia menghasilkan nilai perusahaan yang lebih rendah. Adams dan Ferreira (2009) juga menemukan hubungan negatif antara direktur wanita dan kinerja perusahaan di AS dengan argumen yang dibangun adalah terdapat hubungan negatif dengan pengawasan berlebihan oleh direktur wanita. Struktur dewan dan keragaman *gender* dapat menjadi sangat penting dan terkait secara signifikan dengan kinerja (Anderson et al. 2011). Lebih lanjut, struktur dewan merupakan mekanisme tata kelola yang penting terutama di negara berkembang yang memiliki mekanisme kontrol lainnya umumnya lebih lemah (Claessens dan Yurtoglu 2013).

Disisi lain, faktor penentu kinerja perusahaan dapat di jelaskan oleh kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi. Sifat hubungan antara struktur kepemilikan dan struktur tata kelola perusahaan telah menjadi isu inti dalam literatur tata kelola perusahaan. Dari perspektif perusahaan, struktur kepemilikan menentukan profitabilitas perusahaan, yang dinikmati oleh pemangku kepentingan yang berbeda. Secara khusus, struktur kepemilikan adalah perangkat insentif untuk mengurangi biaya agensi yang terkait dengan pemisahan kepemilikan dan manajemen, yang dapat digunakan untuk melindungi hak milik perusahaan (Barbosa & Louri, 2002). Terdapat argumen yang masih berpotensi untuk di perdebatkan mengenai apakah kepemilikan terkonsentrasi menguntungkan atau menghambat kinerja perusahaan, dan studi tentang hubungan antara kepemilikan terkonsentrasi dan kinerja perusahaan di pasar negara berkembang melaporkan hasil yang tidak konsisten. Argumen terkait kepemilikan terkonsentrasi dengan kinerja perusahaan sebagian besar mendukung peran pemantauan dan kontrol yang lebih baik disbanding dengan argumen yang mengarah pada risiko pengambilalihan (Wang dan Shailer, 2015).

Perbedaan temuan dari literatur terdahulu yang masih beragam dan minimnya hasil studi dengan konteks negara berkembang memberikan panduan yang jelas untuk mengujinya Kembali dnegan konteks negara berkembang di ASEAN. Tata kelola perusahaan di negara berkembang secara signifikan lebih lemah daripada di AS dan negara maju lainnya (Allen et al., 2005). Sehingga menjadi pertanyaan bagi studi ini, apakah direktur wanita dan kepemilikan terkonsentrasi meningkatkan kinerja perusahaan di ASEAN?

Untuk menjawab pertanyaan diatas, penelitian ini mengujinya secara empiris dengan menggunakan *unbalance panel data* sampel negara berkembang di ASEAN meliputi Indonesia, Malaysia, Philipina, dan Thailand periode 2010-2019. Penelitian ini menemukan bahwa kinerja perusahaan secara positif dipengaruhi oleh keragaman gender yang diukur sebagai persentase direktur perempuan di perusahaan dan dipengaruhi oleh kepemilikan terkonsentrasi. Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa dewan dengan tiga direktur wanita memiliki dampak yang jauh lebih kuat pada kinerja perusahaan daripada dewan dengan dua atau lebih sedikit, hal ini mendukung *critical mass theory* yang menyatakan “*one is a token, two is a presence, and three is a voice*” (Kristie, 2011).

Penelitian ini berkontribusi pada literatur tentang keragaman gender, kepemilikan terkonsentrasi dan kinerja perusahaan di negara berkembang dalam beberapa aspek. Pertama, penelitian ini memperluas literatur di negara berkembang. Kedua, penelitian ini menambahkan bukti empiris baru ke literatur bahwa kehadiran direktur wanita dan adanya kepemilikan terkonsentrasi di dalam perusahaan dapat bermanfaat secara positif bagi kinerja perusahaan dan hasil ini berkontribusi pada penekanan *outcome theory* dimana direktur wanita kepemilikan yang terkonsentrasi menjadi solusi dari masalah *principal* dan *agent*. Keempat, penelitian ini memberikan bukti langsung yang mendukung *critical mass theory* tentang kontribusi direktur wanita di dalam perusahaan.

Penelitian ini di susun sebagai berikut: Bagian 2 mengulas teori yang relevan dan membangun hipotesis. Metode penelitian dibahas di bagian 3, sedangkan hasil dan diskusinya di sajikan di bagian 4. Bagian 5 menyimpulkan penelitian.

2. LANDASAN TEORI

2.1 Keragaman Gender pada Dewan dan Kinerja Perusahaan

Teori feminisme menyatakan bahwa wanita memiliki derajat yang sama dengan pria, sehingga dalam berbagai macam hal perlu adanya kesetaraan pada hak-hak dan kewajiban di segala bidang, termasuk dalam jabatan atau suatu posisi di dalam perusahaan. Dalam (Kamayanti, 2013) teori feminisme masuk dalam golongan teori akuntansi kritis yang menyoroti tentang perilaku keragaman gender serta pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Teori ini memperkuat teori atribusi yang menjelaskan bahwa wanita dapat memiliki posisi yang sejajar dan sama dengan pria dalam pengambilan keputusan dan berhak duduk pada posisi atau jabatan yang sama dengan pria.

Keragaman gender memiliki kaitan yang erat pada lingkungan kerja saat ini, dalam hal ini, wanita dan pria memiliki tingkat pekerjaan yang sama, gaji yang sama, serta memiliki kesempatan yang sama untuk dipromosikan dan menduduki suatu posisi tertentu di dalam perusahaan. Melalui keragaman gender di dalam perusahaan, dapat memberikan wawasan yang luas terhadap sudut pandang, ide dan gagasan yang berbeda-beda, sehingga memungkinkan untuk munculnya suatu penyelesaian masalah yang lebih baik (Ionascu et al., 2018; Low et al., 2015; Wahid, 2018).

Keragaman dalam perusahaan seringkali dipandang sebagai suatu tolak ukur apakah *Good Corporate Governance* memiliki dampak efektif dan efisien atau sebaliknya di dalam perusahaan (Luckerath-Rovers, 2013). Pada beberapa penelitian, keragaman gender dalam perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Sial et al., 2018; Terjesen et al., 2016). Hal tersebut menunjukkan bahwa peran wanita dapat meminimalisir sifat pria yang cenderung suka mengambil risiko tinggi bagi perusahaan (saeed et al., 2019).

Penelitian berkaitan dengan pengaruh keragaman gender terhadap kinerja perusahaan memiliki pendapat yang beragam, beberapa menunjukkan hasil yang mendukung keragaman gender memberikan dampak positif dan negatif terhadap kinerja perusahaan. Javid & Iqbal (2009) menyatakan bahwa berkaitan dengan keragaman gender dewan dan konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan di Pakistan, hasilnya terdapat pengaruh positif antara keragaman gender dewan terhadap kinerja perusahaan. Namun terdapat beberapa penelitian lain yang membantah pendapat tersebut, sehingga hasil penelitiannya menunjukkan keragaman gender berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (Chapple & Humphrey, 2014). Penelitian berkaitan dengan keragaman gender terhadap kinerja perusahaan masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Di sisi lain, penelitian lebih banyak dilakukan kepada perusahaan - perusahaan di eropa, masih perlu kiranya pembahasan penelitian berkaitan dengan keragaman gender terhadap kinerja perusahaan di negara berkembang seperti negara-negara di ASEAN. Dengan demikian, hipotesis pertama dapat ditarik adalah:

H1= Terdapat pengaruh positif direktur wanita terhadap kinerja perusahaan.

2.2 Konsentrasi Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Konsentrasi kepemilikan dapat ditelusik lebih dalam melalui proporsi kepemilikan saham perusahaan yang cenderung dimiliki oleh beberapa pemegang saham mayoritas (Sanda et al., 2005). Penelitian sebelumnya mengidentifikasi bahwa kepemilikan terkonsentrasi adalah salah satu mekanisme tata kelola internal perusahaan yang dapat membantu mengurangi masalah keagenan (Maug, 1998). Berdasarkan pada *agency theory*, kepemilikan terkonsentrasi tidak hanya berperan pada fungsi pemantauan tetapi juga mampu mengurangi perilaku manajemen oportunistik.

Banyak studi menunjukkan hasil yang signifikan dan berdampak secara empiris telah menunjukkan hubungan yang kuat antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan (Hu et al., 2010; Javid dan Iqbal, 2010; Tsao dan Chen, 2012; Wu et al., 2011). Konsentrasi kepemilikan melalui pengetahuan dan pengalaman memberikan peningkatan pada basis sumber daya perusahaan sekaligus memotivasi kedisiplinan kerja manajer (Carnei dan Gedajlovic, 2001). *Agency theory* menjelaskan bahwa hubungan keagenan yaitu sebuah kontrak yang terdiri dari satu orang atau lebih (prinsipal) dan melibatkan orang lain (agen) untuk menyelesaikan suatu pekerjaan atas nama mereka. Di mana prinsipal mendelegasikan beberapa wewenang kepada agen dalam melakukan pengambilan keputusan. Namun, konflik antara principal dan agen serta konflik antara principal dan principal sering terjadi di perusahaan yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi tinggi (Young et al., 2008). Konflik pertama sering disebut *Agency Problem I* (Villalonga dan Amit, 2006) yang terjadi antar pemegang saham dan manajer. kemudian konflik yang kedua disebut *Agency Problem II* (Villalonga dan Amit, 2006) di mana pemegang saham mayoritas mengawasi manajer dalam menjalankan perusahaan untuk mencapai kepentingan pribadi pemegang saham mayoritas. Tentunya hal tersebut akan merugikan pemegang saham minoritas. Dampak pemegang saham mayoritas terhadap kinerja perusahaan memiliki hasil yang berbeda-beda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Perbedaan tersebut dapat terjadi karena bergantung pada jenis dan sifat dari pemegang saham mayoritas (Dahya et al., 2008).

Secara teoritis, perlindungan investor di beberapa negara yang masih lemah, menjadikan konsentrasi kepemilikan sebagai mekanisme tata kelola perusahaan yang justru lebih efisien dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Sedangkan para pemegang saham mayoritas melalui kekuatan suara, melakukan motivasi dan mendisiplinkan manajemen serta mengendalikan oportunistik manajerial

perusahaan. Dengan demikian penelitian ini ingin menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dalam konteks negara berkembang. Hipotesis kedua adalah sebagai berikut:

H2: Terdapat pengaruh positif kepemilikan terkonsentrasi terhadap kinerja perusahaan.

3. METODOLOGI

3.1 Sampel

Data yang di gunakan dalam riset ini adalah data sekunder yang didapat dari *Osiris database* dan *Annual Report* periode 2010-2019. Sampel pada penelitian ini terdiri dari perusahaan yang terdapat pada bursa saham di empat negara ASEAN yang masuk dalam kategori negara berkembang, yaitu Indonesia, Thailand, Philippines, and Malaysia.

Purposive sampling adalah metode yang di gunakan dalam penelitian ini dengan kriteria sebagai berikut: (1) Sampel yang terpilih minimal satu kali masuk dalam indeks IDX30, SET50, KLCI, PSEi. (2) Penelitian ini tidak memasukkan sampel yang masuk dalam sektor keuangan. Perusahaan sektor keuangan memiliki struktur keuangan yang berbeda dan diatur secara unik (Klein, 2002) atas alasan ini perusahaan pada sektor keuangan tidak termasuk dalam sampel. Data yang terkumpul pada penelitian ini adalah 1030 observasi. Data di seleksi kembali terkait ketersediaan dan kelengkapan data hingga pada akhirnya penelitian ini menggunakan 667 data observasi.

3.2 Variabel

3.2.1 Dependen Variabel

Penelitian ini menggunakan *Return on Asset (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, dan Tobins' Q sebagai alat ukur kinerja perusahaan. ROA di indikasikan pencapaian yang telah diraih oleh manajemen atas sumber daya yang dimiliki dalam hal ini adalah asset. ROA, ROE dan Tobin's Q banyak digunakan oleh penelitian sebelumnya untuk mengukur kinerja (Saeed 2019, Setyono, 2018). Tobin's Q efisien dalam memperkirakan kinerja perusahaan dari perspektif pandangan ke depan, sementara ROA memberikan perspektif melihat ke belakang, yaitu apa yang telah dicapai manajemen di masa lalu (Waheed dan Malik, 2019; Demsetz dan Villalonga, 2001; Khanna dan Palepu, 2000).

3.2.2 Variabel Independen

Board gender diversity dalam hal ini penelitian ini fokus pada peran direksi wanita dalam perusahaan yang di prediksi akan memberikan kontribusi positif terkait dengan kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan dua metode untuk mengukur peran wanita dalam dewan direksi. Pertama mengacu pada Adams & Ferreira (2009); Ahern & Dittmar (2012); Faccio et al. (2016); Huang & Kisgen (2013), kehadiran wanita di ukur dengan rasio antara total direksi wanita dibagi dengan total direksi dalam perusahaan. Liu et al (2014) menyatakan bahwa kehadiran satu wanita adalah representatif dalam hal ini satu wanita dianggap token di dalam dewan direksi, dua wanita dapat meningkatkan eksistensi partisipasi wanita dalam dewan direksi, dan tiga wanita dalam dewan dapat memberikan power untuk mengambil keputusan. Peran wanita dalam dewan dianggap mengarah pada hubungan non linier, hal ini dijelaskan oleh *critical mass theory*. Untuk menguji hal tersebut, penelitian ini menggunakan variabel *dummy* dw1, dw2, dw3, dan dw4 yang akan diberi angka satu jika perusahaan memiliki satu, dua, tiga, dan empat atau lebih wanita dalam dewan, dan di beri angka nol jika tidak (Atif et al., 2019; Liu, Wei, & Xie, 2014).

Variabel independen ke dua dalam penelitian ini adalah *ownership concentration* yang merupakan kepemilikan saham perusahaan secara terkonsentrasi. *ownership concentration* di negara berkembang masih menjadi penentu kuat komposisi dividen dan dewan (Khan, 2021). Mengikuti Thompson (2021), konsentrasi kepemilikan didefinisikan sebagai individu atau kelompok yang memegang kepemilikan substansial dari total saham perusahaan. Hal ini ditentukan sebagai persentase dari total saham perusahaan.

3.2.3 Variabel Kontrol

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol mengikuti penelitian sebelumnya seperti Waheed et.al (2019); Ye et al. (2019), Saeed et al. (2017), Rocca et al. (2019), yang meliputi karakteristik perusahaan dan karakteristik dewan. Oleh karena itu, penelitian ini memasukkan variabel kontrol untuk *firm size*, *leverage*, *board size* dan independensi dewan yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.

Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset perusahaan. Ye et al. (2019) menyatakan bahwa perusahaan besar biasanya memiliki laba bersih yang lebih besar daripada perusahaan kecil yang dipertimbangkan mempengaruhi kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian ini memasukkan *leverage* sebagai variabel kontrol yang diukur dengan rasio total hutang dibagi dengan total aset. Terkait dengan karakteristik dewan, penelitian ini memasukkan dewan independen dan *board size* untuk menangkap pengaruh independensi dewan dan kualitas tata Kelola perusahaan. *Board size* diukur dengan logaritma natural dari total dewan, dan dewan independen diukur dengan proporsi total direktur independen terhadap total dewan (Saeed et al., 2017; Atif et al., 2019; Chen et al., 2017).

3.3 Model Empiris

Pengaruh *board gender diversity*, *ownership concentration* terhadap kinerja perusahaan di analisis dengan model empiris di bawah ini:

Model dalam bentuk fungsional :

$$Performance_{i,t} = \alpha + \beta_1 Board\ Gender\ Diversity_{i,t} + \beta_2 Ownership\ Concentration_{i,t} + \sum \beta_i Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Model Persamaan :

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 Womrat_{i,t} + \beta_2 Owncon_{i,t} + \beta_3 Firmsize_{i,t} + \beta_4 Leverage + \beta_4 Boardsize + \beta_4 Ratioind + \varepsilon_{i,t}$$

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 Womrat_{i,t} + \beta_2 Owncon_{i,t} + \beta_3 Firmsize_{i,t} + \beta_4 Leverage + \beta_4 Boardsize + \beta_4 Ratioind + \varepsilon_{i,t}$$

$$Tobins\ Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 Womrat_{i,t} + \beta_2 Owncon_{i,t} + \beta_3 Firmsize_{i,t} + \beta_4 Leverage + \beta_4 Boardsize + \beta_4 Ratioind + \varepsilon_{i,t}$$

Model empiris di atas dapat dijelaskan bahwa *womrat* adalah *board gender diversity* yang merepresentasikan keberadaan wanita dalam komposisi dewan. *Owncon* adalah *ownership concentration*. Selanjutnya model empiris di atas menggunakan beberapa variabel kontrol, seperti *leverage*, ukuran perusahaan, ukuran dewan, dan dewan independen. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel, dimana notasi *t* pada model adalah tahun pada data.

3.4 Prosedur Analisis

Penelitian ini menganalisis data *unbalance panel data*. Analisis pertama yang dilakukan adalah uji *Hausman test* dan *Chow test* untuk menentukan model estimasi terbaik yang mampu menjelaskan pengaruh dari *board gender diversity* dan *ownership concentration* terhadap kinerja perusahaan. Hasil dari analisis tersebut menunjukkan bahwa *fixed effect* merupakan model estimasi terbaik dalam penelitian ini. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan *fixed effect* untuk menguji hipotesis dan menambahkan efek variabel dummy dari tahun, negara, dan industry. Selain itu mengikuti penelitian sebelumnya (Chen, 2014; Liu, 2019) untuk mengurangi kasus endogenitas, penelitian ini menguji Kembali model dasar dengan menggunakan *laaged value*.

4. HASIL DAN DISKUSI

4.1 Deskripsi Statistik

Tabel I Deskripsi statistik

Variabel	Obs	Mean	SD	Min	Max
womrat	667	0.114	0.107	0	0.555
dw1	667	0.367	0.482	0	1
dw2	667	0.218	0.413	0	1
dw3	667	0.127	0.333	0	1
dw4	667	0.042	0.201	0	1
roe	667	0.169	0.167	-0.177	1.44
roa	667	0.099	0.064	-0.068	0.423
Inta	667	8.323	1.073	4.614	11.32
dar	667	0.480	0.161	0.047	0.854
tobinsq	667	3.056	2.327	0.129	21.318
boardsize	667	2.380	0.266	1.792	3.091
ratioind	667	0.363	0.144	0.071	0.800
owncon	667	0.466	0.154	0.1035	0.978

Tabel I merangkum statistik deskriptif untuk semua variabel yang digunakan dalam penelitian. Tabel I menunjukkan berbagai variasi dari rata-rata data untuk selirih variabel. Nilai rata-rata ROA adalah 0.099 dengan standar deviasi 0.064. Nilai rata-rata ROE sebesar 0.169 dengan nilai standar deviasi sebesar 0.167. Tobin's Q memiliki nilai minimum 0.129 dan nilai maksimum sebesar 21.318. Statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel *ownership concentration* rata-rata sebesar 0.466 dengan rentang nilai kepemilikan antara 10% hingga 97%. Representasi direksi wanita dalam perusahaan memiliki rata-rata sebesar 0.114 dengan standar deviasi sebesar 0.107. *Board size* di ASEAN memiliki nilai rata-rata sebesar 2.380 dengan rentang nilai 1.792 hingga 3.091. Terakhir, data di atas menyajikan bahwa rata-rata dewan independent sebesar 0.363 dengan standar deviasi sebesar 0.144.

4.2 Pearson Correlation Matrix

Tabel 2 di bawah ini menunjukkan hasil analisis *pearson correlation matrix* yang menunjukkan korelasi tinggi antara pengukuran keragaman gender, seperti persentase direktur wanita (womrat) pengukuran lain yang mewakili keragaman gender dewan seperti dw3. Namun, meskipun variabel memiliki korelasi

yang tinggi, penelitian ini menggunakan variabel-variabel tersebut dalam model regresi yang berbeda sebagai pengukuran alternatif untuk memeriksa hasil yang kuat. Oleh karena itu, korelasi yang tinggi antara variabel keragaman gender tidak menjadi masalah. Apalagi variabel lain dalam penelitian ini tidak menunjukkan hasil korelasi yang tinggi, sehingga penelitian ini aman dari isu multikolinearitas.

Tabel 3 Pengujian Hipotesis

	Fixed Effect			Lagged Value		
	I	II	III	IV	V	VI
	roa	roe	tobinsq	roa	roe	tobinsq
womrat	0.074** (2.52)	0.429*** (3.52)	0.0286*** (3.77)	0.076** (2.18)	0.507*** (3.28)	0.032*** (3.52)
owncon	0.089** (4.24)	0.198** (2.28)	0.026*** (4.92)	0.094*** (3.93)	0.202* (1.88)	0.039*** (4.26)
lnta	-0.0341*** (-9.08)	-0.039*** (-2.57)	-0.0103*** (-10.75)	-0.037*** (-8.46)	-0.047** (-2.43)	-0.010*** (-9.17)
dar	0.0396* (1.82)	0.653*** (7.29)	0.0223*** (4.04)	0.067*** (2.66)	0.775*** (6.84)	0.028*** (4.26)
boardsize	-0.019 (-1.17)	-0.347*** (-5.18)	0.0015 (0.36)	-0.031* (-1.69)	-0.391*** (-1.68)	-0.0008 (-0.17)
ratioind	0.125*** (3.56)	-0.0033 (-0.02)	0.045*** (5.04)	0.149*** (3.69)	0.076 (0.42)	0.0493*** (4.67)
_cons	0.394*** (9.67)	0.996*** (5.94)	0.0594*** (5.71)	0.433*** (8.98)	1.09*** (5.08)	0.637*** (5.03)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	638	638	638	477	477	477
R2	0.413	0.285	0.410	0.449	0.319	0.430

Tabel 2 Pearson Correlation Matrix

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1 womrat	1.000												
2 dw1	-0.129*	1.000											
3 dw2	0.311*	-0.402*	1.000										
4 dw3	0.713*	-0.290*	-0.202*	1.000									
5 dw4	0.557*	-0.160*	-0.111*	0.551*	1.000								
6 roe	0.005*	-0.007	0.065	0.061*	0.038	1.000							
7 roa	0.045*	-0.025	-0.077	0.041*	0.047*	0.579*	1.000						
8 lnta	-0.149*	0.043	0.015	-0.126*	-0.012	-0.247*	-0.508*	1.000					
9 dar	0.033	0.045	-0.131	0.002*	0.048*	0.001*	-0.377*	0.349*	1.0000				
10 tobinsq	0.101*	-0.016*	0.024	0.053*	0.050*	0.500*	0.599*	-0.491*	-0.032	1.0000			
11 boardsize	-0.078*	0.004	0.131*	0.054	0.028	-0.055*	-0.095*	0.218*	0.174*	-0.119*	1.0000		
12 ratioind	0.187*	0.072	0.024*	0.127*	0.045	-0.203	-0.192*	0.249*	-0.132*	0.037	-0.175*	1.0000	
13 owncon	-0.134	0.044	-0.019	-0.135	-0.020	0.162	0.129	0.018	-0.008	-0.024	0.173	-0.233	1.000

Tabel 3 menyajikan hasil model regresi utama di mana keragaman gender dewan diukur dengan %_Women (womrat) dan kinerja perusahaan diukur dengan ROA, ROE, dan Tobin's Q. Hasil untuk ROA sebagai variabel dependen disajikan dalam kolom (1) untuk metode *fixed effect* dan kolom (4) untuk metode alternatif. Berkenaan dengan metode alternatif, penelitian ini menguji model dengan melakukan *lagged value* satu tahun untuk mengatasi kemungkinan adanya isu endogenitas. Hasil berdasarkan metode *fixed effect* terangkum pada kolom (1) hingga (3) dan hasil berdasarkan *metode lagged value* terangkum pada kolom (4) hingga (6). *year fixed effects*, *country fixed effects* dan *industry fixed effects* dimasukkan untuk menjadi variabel kontrol di semua model regresi. Hasil keseluruhan menunjukkan bahwa direktur wanita memiliki dampak yang signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan. Misalnya, dengan metode FE, jika ada kenaikan pada womrat maka dapat meningkatkan ROA, ROE, dan Tobins Q masing-masing sebesar 0.074, 0.429, dan 0.028. Dengan *lagged value*, pengaruh womrat terhadap ROA, ROE, dan Tobins Q juga menunjukkan signifikan pada level 1% dan 5% dengan nilai koefisien masing-masing sebesar 0.076, 0.507, dan 0,032. Terkait *ownership concentration*, baik dengan menggunakan metode *fixed effect* maupun *lagged value*, pengaruh *ownership concentration* terhadap kinerja perusahaan menunjukkan pengaruh positif. Hasil keseluruhan mendukung hipotesis penelitian ini dan menunjukkan bahwa direktur wanita dan *ownership concentration* memiliki dampak yang signifikan dan positif terhadap ketiga proksi kinerja perusahaan antara lain ROA, ROE dan Tobins Q.

Dari hasil pada table 3 di atas dengan konteks ASEAN, peran direktur wanita dalam perusahaan dan kepemilikan terkonsentrasi lebih siap untuk mendisiplinkan dan memotivasi manajemen dengan basis sumber daya mereka, sedangkan kepemilikan yang tersebar memperbesar masalah oportuniste manajerial di perusahaan. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa masalah keagenan bisa terjadi di setiap perusahaan seperti masalah manajer yang oportunistis. Salah satu solusinya adalah dengan meningkatkan pemantauan oleh dewan perusahaan. Fama dan Jensen (1983) berpendapat bahwa bimbingan dan pemantauan dewan yang efisien sangat penting dalam mengurangi konflik kepentingan ini. Bukti empiris menunjukkan bahwa direktur wanita cenderung lebih aktif dalam kegiatan pemantauan. Misalnya, Gul et al. (2008) dan Adams dan Ferreira (2009) menunjukkan bahwa dewan direksi yang memiliki beragam *gender* menuntut lebih banyak upaya audit dan akuntabilitas manajerial.

Tabel 4 Pengujian *Critical Mass Theory*

	Fixed Effect		
	I roa	II roe	III tobinsq
dw1	0.008 (1.13)	0.051 (1.62)	0.003 (0.82)
dw2	0.005 (0.07)	0.067* (1.83)	0.011* (1.91)
dw3	0.034*** (2.86)	0.133*** (2.65)	0.022*** (2.61)
dw4	0.002 (0.17)	-0.088 (-1.34)	0.0058 (1.14)

owncon	0.091*** (4.36)	0.202** (2.30)	0.027*** (5.16)
lnta	-0.037*** (-8.67)	-0.046*** (-2.96)	-0.0009*** (-10.39)
dar	0.0269 (1.21)	0.663*** (7.18)	0.0201*** (3.57)
boardsize	-0.028* (-1.67)	-0.369*** (-5.29)	-0.005 (-1.15)
ratioind	0.113*** (3.20)	-0.009 (-0.06)	0.042*** (4.71)
_cons	0.411*** (10.22)	1.09*** (6.55)	0.077*** (6.01)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Country	Yes	Yes	Yes
Obs.	638	638	638
R2	0.419	0.285	0.425

Penelitian sebelumnya (Setiyono, 2018; Liu, 2019; Bennouri et al., 2017) menunjukkan bahwa hubungan antara direktur wanita dan kinerja perusahaan lebih kompleks daripada yang diperkirakan sebelumnya, dengan argumen berbeda yang mendukung pengaruh positif dan negatif. Oleh karena itu, terdapat asumsi bahwa bahwa asosiasi ini mungkin juga bergantung pada jumlah direktur wanita di dewan, kemungkinan yang sebelumnya belum banyak dipelajari. Temuan yang beragam dalam literatur keragaman *gender* dan kinerja perusahaan dapat dijelaskan oleh *critical mass theory* (Amorelli & García-Sánchez, 2020; Joecks et al., 2013; Liu, 2019). Berdasarkan teori ini, pengaruh representasi perempuan tidak linier tetapi tergantung pada tingkat representasi tersebut. Hubungan non-linier dapat menghindari inkonsistensi yang ditemukan dalam penelitian sebelumnya dan membantu mengidentifikasi titik di mana keterlibatan perempuan terbukti optimal (Gyapong et al. 2019; Atif et al. 2019). *Critical mass theory* menjelaskan bahwa hanya ketika ada cukup banyak perempuan di dewan direksi, direktur wanita dapat menciptakan massa kritis yang mampu secara signifikan mempengaruhi diskusi dewan (Kanter, 1977). Oleh karena itu, peneliti melakukan pengujian *critical mass theory* terkait peran direktur wanita terhadap kinerja perusahaan. Peneliti menguji kembali model dasar yang kemudian variabel *womrat* diganti dengan variabel dummy antara lain *dw1*, *dw2*, *dw3* dan *dw4* untuk menangkap non-linieritas peran wanita dalam kinerja perusahaan.

Tabel 4 merupakan output dari pengujian *critical mass theory* dimana hasil menunjukkan bahwa hubungan non linier dari peran direktur wanita terhadap kinerja perusahaan terbukti. Koefisien dari *dw1* hingga *dw3* mengalami peningkatan dan menurun pada *dw4*. *dw2* berpengaruh signifikan terhadap ROE dan Tobin's Q pada level 10%. *dw3* memberikan pengaruh positif terhadap semua proksi kinerja perusahaan pada level 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar kehadiran perempuan memiliki efek positif yang lebih besar terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini berarti bahwa semakin banyak perempuan di dewan akan mendorong tata kelola yang lebih baik. Kehadiran perempuan dapat mengontrol tata kelola perusahaan yang baik sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Terkait dengan *ownership concentration*, table 3 menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *ownership concentration* terhadap ROA, ROE dan Tobin's Q baik dengan metode *fixed effect* dan *lagged value*. Hasil ini memberikan bukti empiris mengenai *outcome hypothesis* atas konflik yang mungkin terjadi. Teori keagenan mengidentifikasi bahwa konsentrasi kepemilikan adalah atribut tata kelola perusahaan yang secara langsung mempengaruhi kinerja perusahaan. *Outcome hypothesis* menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi dapat mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer (Jensen dan Meckling, 1976) dan dengan demikian meningkatkan kinerja perusahaan. Kepemilikan terkonsentrasi memberikan kekuatan yang cukup untuk mendisiplinkan manajer, sehingga mengurangi penyimpangan dan kelalaian manajerial (Sanan, 2019). Pemegang saham besar dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi biaya pemantauan (Shleifer dan Vishny, 1997).

5. KESIMPULAN

Penelitian ini memperluas literatur yang ada mengenai keragaman dewan dan kepemilikan terkonsentrasi dengan memberikan bukti empiris tentang pengaruh direktur wanita dan kepemilikan terkonsentrasi terhadap kinerja perusahaan di ASEAN. Penelitian ini menguji model empiris dengan metode *fixed effect* dan *lagged value*. Hasil menunjukkan bahwa persentase direktur wanita dan kepemilikan terkonsentrasi memiliki dampak yang signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA, ROE, dan Tobin's Q. Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa dewan dengan tiga wanita memiliki dampak yang lebih kuat pada kinerja perusahaan dibandingkan dengan dewan dengan dua atau lebih sedikit wanita, memberikan dukungan untuk hipotesis *critical mass* mengenai keragaman gender dewan (Kristie, 2011).

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang dapat diatasi dengan penelitian lebih lanjut. peneliti menggunakan sampel yang cukup terbatas hanya menggunakan indeks IDX30 untuk Indonesia, KSEI untuk Malaysia, PSEi untuk Filipina, dan SET 50 untuk Thailand. Masing-masing indeks ini terbatas pada sejumlah perusahaan, yang mungkin tidak memberikan gambaran sampel yang lebih beragam. Di sisi lain, penelitian ini tidak memasukkan industri keuangan sebagai sampel.

Penelitian di masa depan diharapkan untuk memeriksa topik ini dengan sampel di negara berkembang dan mempertimbangkan aspek lain yang dapat mempengaruhi pengaruh perempuan di dewan direksi dan struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan, seperti faktor pendidikan dan pengalaman dewan perempuan. Selain itu, penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengkaji lebih dalam untuk topik ini.

Daftar Pustaka

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.
- Adams, R., Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: does gender matter?. *Management Science*, 58(2), 219–235
- Al-Matari, E. M. (2019). Do characteristics of the board of directors and top executives have an effect on corporate performance among the financial sector? Evidence using stock. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.

- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), 4–19.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Al-Rahahleh, A. S. (2017). Corporate governance quality, board gender diversity and corporate dividend policy: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), 86-104.
- Apestequia, J., Azmat, G., & Iriberry, N. (2012). The impact of gender composition on team performance and decision making: Evidence from the field. *Management Science*, 58(1), 78-93.
- Atif, M., Liu, B., & Huang, A. (2019). Does board gender diversity affect corporate cash holdings?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(7-8), 1003-1029.
- Azam, M., Khalid, M. U., & Zia, S. Z. (2019). Board diversity and corporate social responsibility: the moderating role of Shariah compliance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Azam, M., Khalid, M. U., & Zia, S. Z. (2019). Board diversity and corporate social responsibility: the moderating role of Shariah compliance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Baysinger, B. D. & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics & Organizations*, 1(1), 101-124.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97, 207–221
- Bernardi, R.A., Arnold, D.F. (1997). An examination of moral development within public accounting by gender, staff level, and firm. *Contemporary Accounting Research*, 14, 653-668.
- Bhattacharyya, N. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*.
- Birindelli, G., Chiappini, H., & Savioli, M. (2020). When do women on board of directors reduce bank risk?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y. S. (2016). Does Corporate Board diversity affect corporate payout policy?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45(1), 48-101.
- Cabeza-García, L., Fernández-Gago, R., & Nieto, M. (2018). Do board gender diversity and director typology impact CSR reporting?. *European Management Review*, 15(4), 559-575.
- Cambrea, D. R., Tenuta, P., & Vastola, V. (2019). Female directors and corporate cash holdings: monitoring vs executive roles. *Management Decision*.
- Campbell, K., & Miñguez-Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: Short and long-term effects. *Journal of Management and Governance*, 14, 37–59.
- Carney, M. and Gedajlovic, E. (2001), “Corporate governance and corporate capabilities: managerial comparisons, alliances, and personal capitalism”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 18 No.3, pp.335-354.
- Carter, D. A., D’Souza, F., Simkins, B. J. & Simpson, G. W. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An international Review*, 18(5), 396-414.

- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53.
- Chang, Y., Benson, K. & Faff, R. (2017). Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. *Pacific Basin Finance Journal*, 45, 157-173.
- Chapple, L., & Humphrey, J. E. (2014). Does the gender diversity board have a financial impact? Evidence using stock portfolio performance. *Journal of Business Ethics*, 122(4), 709–723.
<https://doi.org/10.1007/s10551-013-1785-0>
- Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate finance*, 43, 86-105.
- Dahya, J., Dimitrov, O. and McConnell, JJ (2008), “Dominant shareholders, corporate boards, and firm value: cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 No. 1, p. 73-100.
- Darmadi, S. (2013). Do woman in top management affect firm performance? Evidence from Indonesia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(3), 288-304.
- Deb, P., David, P. & O’Brien, J. (2017). When is cash good or bad for firm performance? *Strategic Management Journal*, Vol. 38 No. 2, pp. 436-454.
- Dharwadkar, B., George, G. and Brandes, P. (2000), “Privatization in developing countries: an agency theory perspective”, *Academy of Management Review*, Vol. 25 No.3, pp.650-669.
- Doldor, E., Vinnicombe, S., Gaughan, M., & Sealy, R. (2012). Gender diversity on boards: The appointment process and the role of executive search firms. *Equality and human rights commission research report*, 85, 1-98.
- Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Crossley, R. M., Malagila, J. K., Fosu, S., & Vu, T. V. (2017). Corporate governance and dividend payout policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Faccio, M., M. T. Marchica, & R. Mura. (2016). CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation.” *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26, 301–325.
- Fernández-Temprano, M. A., & Tejerina-Gaite, F. (2020). Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Field, A. P. (2005). Is the meta-analysis of correlation coefficients accurate when population correlations vary? *Psychological Methods*, 10(4), 444-467.
- Goldin, C., & Katz, L. F. (2008). Transitions: Career and family life cycles of the educational elite. *American Economic Review*, 98(2), 363-69.
- Gul, F.A., Srinidhi, B., Ng, A.C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of accounting and Economics*, 51(3), 314-338.
- Hillman, A.J., Shropshire, C., Cannella Jr., A.A. (2007). Organizational predictors of women on Corporate Boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.
- Hooghiemstra, R. (2011). What determines the informativeness of firms’ explanations for deviation from the Dutch corporate governance code. *Accounting and Business Research*, 42(1), 1-27.

- Hu, HW, Tam, OK and Tan, MG-S. (2010), “Internal governance mechanisms and corporate performance in China”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 27 No. 4, p. 727-749.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839.
- Ingle, C. B. & Walt, N. T., van der (2001). The strategic board: the changing role of directors in developing and maintaining corporate capability. *Corporate Governance*, 9 (3), 174 – 185.
- Ionascu, M., Ionascu, I., Sacarin, M., & Minu, M. (2018). Women on boards and financial performance: Evidence from a European emerging market. *Sustainability (Switzerland)*, 10(5).
<https://doi.org/10.3390/su10051644>
- Javid, AY and Iqbal, R. (2010), “Corporate governance in Pakistan: corporate valuation, ownership and financing”, PIDE Working Paper No. 2010:57, Pakistan Institute of Development Economics, Islamabad.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Jia, M. & Z. Zhang (2013). Critical mass of women on BODs, multiple identities, and corporate philanthropic disaster response: Evidence from privately owned Chinese firms. *Journal of Business Ethics*, 118, 303–317.
- Jiraporn, P., Bouattour, M., Hamrouni, A., & Uyar, A. (2019). Does board gender diversity influence dividend policy? Evidence from France. *Economics Bulletin*, 39(4), 2942-2954.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2012). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a “Critical Mass?”. *Journal of Business Ethics*, 1-12.
- Jungmann, C. (2006). The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems. Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), 426-474.
- Kamayanti, A. 2013. Critical accounting research: Tjoet Njak Dhien's (non) feminism approach. *Journal of Multiparadigm Accounting*, 4(3):361-375.
- Kandel, E. & Lazear, E.P. (1992). Peer pressures and partnerships. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 4, pp.801-817.
- Kanter, R. M. (1977). Some effects of proportions on group life. *The gender gap in psychotherapy*. Springer, Boston, MA. DOI: 10.1007/978-1-4684-4754-5.
- Khan, A. (2021). Ownership structure, board characteristics and dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Kılıç, M., & Kuzey, C. (2016). The effect of board gender diversity on firm performance: evidence from Turkey. *Gender in Management: An International Journal*.
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). The impact of three or more women on corporate boards. *Organizational dynamics*, 37(2), 145-164.
- Kramer, V. W., Konrad, A. M., Erkut, S., & Hooper, M. J. (2006). Critical mass on corporate boards: Why three or more women enhance governance. Wellesley, MA: Wellesley Centers for Women.
- Kusnadi, Y., & Wei, K. J. (2011). The determinants of corporate cash management policies: Evidence from around the world. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 725-740.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 3-27.
- La Rocca, M., La Rocca, T., Staglianò, R., Vecellio, P., & Montalto, F. (2019). Gender diversity, cash holdings and the role of the institutional environment: empirical evidence in Europe. *Applied Economics*, 51(29), 3137-3152.
- Lazzaretti, K., Kleinübing Godoi, C., Parodi Oliveira Camilo, S. & Marcon, R. (2013). Gender diversity in the boards of directors of Brazilian businesses. *Gender in Management: An International Journal*, Vol. 28 No. 2, pp. 94-110.
- Lenard, M. J., Yu, B., York, E. A., & Wu, S. (2014). Impact of board gender diversity on firm risk. *Managerial Finance*.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185-200.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Liu, Y., Miletkov, MK, Wei, Z. and Yang, T. (2015), “Board independence and corporate performance in China”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 30 No.1, pp.223-244.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?. *Journal of corporate finance*, 28, 169-184.
- Low, D. C. M., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific Basin Finance Journal*, 35, 381–401. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.02.008>
- Luckerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 17(2), 491–509. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9186-1>
- Martín-Ugedo, J. F., & Mínguez-Vera, A. (2014). Firm performance and women on the board: Evidence from Spanish small and medium-sized enterprises. *Feminist Economics*, 20(3), 136–162.
- McGuinness, P. B., Lam, K. C. K., & Vieito, J. P. (2015). Gender and other major board characteristics in China: Explaining corporate dividend policy and governance. *Asia Pacific Journal of Management*, 32(4), 989–1038.
- Mínguez-Vera, A. & Martín, A. 2011. Gender and management on Spanish SMEs: an empirical analysis. *The International Journal of Human Resource Management*, 22, 2852-2873.
- Muda, MN, Peng, MW, Ahlstrom, D., Bruton, GD and Jiang, Y. (2008), “Corporate governance in developing countries: a review of principals' perspectives”, *Journal of Management Studies*, Vol. 45 No. 1, p. 196-220.
- Naufa, A. M., Lantara, I. W. N., & Lau, W. Y. (2019). The impact of foreign ownership on return volatility, volume, and stock risks: Evidence from ASEAN countries. *Economic Analysis and Policy*, 64, 221-235.
- Nielsen, S. & Huse, M. (2010). The contribution of women on boards of directors: going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95.

- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579-586.
- Price, C. R. (2012). Gender, competition, and managerial decisions. *Management Science*, 58(1), 114-122.
- Pucheta-Martínez, M. C., & Bel-Oms, I. (2016). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523-547.
- Quik, A. (2016). Examination of the moderating effect of country cultural dimensions on the relation between board gender diversity and firm financial performance.
- Rajput, M., & Jhunjhunwala, S. (2019). Corporate governance and payout policy: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Ramly, Z., Chan, S. G., Mustapha, M. Z., & Sapiei, N. S. (2015). Gender diversity, board monitoring and bank efficiency in ASEAN-5. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 7(1), 9-21.
- Rao, K., & Tilt, C. (2016). Board composition and corporate social responsibility: The role of diversity, gender, strategy and decision making. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347.
- Ross, S. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Rossi, F., Hu, C., & Foley, M. (2017). Women in the boardroom and corporate decisions of Italian listed companies. *Management Decision*.
- Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113.
- Saleh, M. W., Zaid, M. A., Shurafa, R., Maigoshi, Z. S., Mansour, M., & Zaid, A. (2021). Does board gender enhance Palestinian firm performance? The moderating role of corporate social responsibility. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Sanan, N. K. (2019). Impact of board characteristics on firm dividends: evidence from India. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Sanda A., Mikailu, A. S., & Garba, T. (2005). Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria. (n.p.), 1-47.
- Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *The European Journal of Finance*, 15(2), 211-230.
- Sial, M., Zheng, C., Cherian, J., Gulzar, M. A., Thu, P., Khan, T., & Khuong, N. (2018). Does Corporate Social Responsibility Mediate the Relation between Boardroom Gender Diversity and Firm Performance of Chinese Listed Companies? *Sustainability*, 10(10), 3591.
<https://doi.org/10.3390/su10103591>
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk?. *Journal of Corporate Finance*, 36, 26-53.
- Sindhu, M.L. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 16-23.
- Suherman, S., Usman, B., Mahfirah, T. F., & Vesta, R. (2021). Do female executives and CEO tenure matter for corporate cash holdings? Insight from a Southeast Asian country. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.

- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multicountry study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447–483.
<https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>
- Thompson, E. K., & Manu, S. A. (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women directors on Corporate Boards: From tokenism to critical mass. *Journal of business ethics*, 102(2), 299-317.
- Tsao, S.-M. and Chen, G.-Z. (2012), “Impact of internationalization on performance and innovation: moderating effect of ownership concentration”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 29 No.3, pp.617-642.
- Ullah, I., Fang, H., & Jebran, K. (2019). Do gender diversity and CEO gender enhance firm’s value? Evidence from an emerging economy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Vieira, E. S. (2017). Board of directors’ characteristics and performance in family firms and under the crisis. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Villalonga, B. and R. Amit, (2006), “How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, pp. 385-417.
- Wahid, A. S. (2018). The Effects and the Mechanisms of Board Gender Diversity: Evidence from Financial Manipulation. *Journal of Business Ethics*, (0123456789), 1–21. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3785-6>
- Weidemann, J. F. (2018). A state-of-the-art review of corporate cash holding research. *Journal of Business Economics*, 88(6), 765-797.
- Wellalage, N., & Locke, S. (2011). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms: A case study in New Zealand unlisted small companies. *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, 6(3), 53-65.
- Wu, J., Richard, O. C., Triana, M. D. C., & Zhang, X. (2022). The performance impact of gender diversity in the top management team and board of directors: A multiteam systems approach. *Human Resource Management*, 61(2), 157-180.
- Wu, J., Xu, D. and Phan, PH (2011), "Effect of concentration of ownership and corporate debt on corporate divestment in companies listed in China", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 28 No.1, pp.95-114.
- Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szcwcyk, S. H., & Chen, X. (2019). Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence. *Journal of Corporate Finance*, 58, 1-26