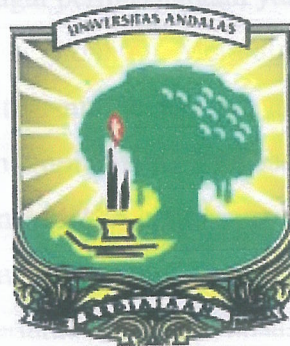


Bantuan Penelitian Fakultas

LAPORAN PENELITIAN

Meta-Analisis Praktek Corporate Governance Pada Sistem Continental Europe



PENANGGUNG JAWAB: Prof. Niki Lukviarman, MBA, DBA.,Ak

JURUSAN MANAJEMEN FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ANDALAS

PADANG

2014

Abstrak

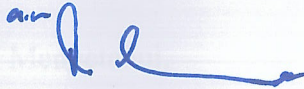
Implikasi besar yang muncul dari praktek corporate governance terhadap praktek bisnis yang baik telah menjadi perhatian para peneliti selama beberapa dekade terakhir. Berbagai penelitian dilakukan mengenai isu ini pada berbagai konteks negara dan sistem governance yang berbeda. Namun demikian, hasil penelitian belum konsisten baik penelitian pada sistem Anglo-Saxon, maupun pada sistem Continental Europe. Penelitian ini akan mengkaji hasil berbagai penelitian mengenai isu corporate governance pada sistem Continental Europe. Metode meta-analisis digunakan untuk menganalisa hasil berbagai penelitian tersebut. Dengan metode ini diharapkan teridentifikasi pola konsistensi hasil penelitian dan mengetahui berbagai permasalahan yang menjadi penyebab munculnya ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu. Meta-analisis dilakukan terhadap berbagai hasil penelitian empiris yang ditelusuri melalui dua tahap penelusuran. Tahap pertama yaitu menelusuri hasil penelitian empiris pada data base ilmiah elektronik, yaitu EBSO, JSTOR, EMERALD,. Setelah melakukan penelusuran dan memilih beberapa publikasi relevan, penelusuran tahap kedua dilakukan dengan mencari referensi relevan dari daftar referensi hasil pencarian tahap pertama. Teknik analisis yang digunakan adalah prosedur Hedges dan Olkin-type-meta-analyases. Hasil memperlihatkan terdapat hubungan yang konsisten signifikan antara Institutional ownership, board independence, foreign board, board size dan CEO duality terhadap kinerja perusahaan

Kata kunci: Corporate Governance, Continental Europe, Two Tiers, Meta-Analysis

Halaman Pengesahan

1. Judul Penelitian : **Meta-analisis Praktek Corporate Governance Pada Sistem Continental Europe**
2. Ketua Peneliti
- a. Nama Lengkap : Prof. Niki Lukviarman, SE, MBA, DBA, Ak
 - b. Jenis Kelamin : Laki-Laki
 - c. NIP : 19630906 199001 1001
 - d. Pangkat/Gol : Guru Besar/IVc
 - e. Jabatan Fungsional : Guru Besar
 - f. Jurusan : Akuntansi
 - g. Alamat : Jl. Parak Gadang VIII/27 Padang 25123, Kota Padang
 - h. Telp/Handphone : +62 8126628541
 - i. E-mail : lukviarman@gmail.com
3. Jangka Waktu Penelitian : Empat (4) Bulan
4. Sumber Pembiayaan : Bantuan Penelitian Fakultas
5. Jumlah Pembiayaan : Rp. 8.000.000 (Delapan juta rupiah)

Mengetahui
Ketua Jurusan Manajemen



Dr. Efa Yonedi, P.hD., Ak
NIP. 197205021996021001

Padang, 15 Februari 2014
Ketua Peneliti



Prof. Niki Lukviarman, SE, MBA, DBA, Ak
NIP. 19630906 199001 1001

Menyetujui



Prof. Tafdil Husni, SE, MBA, Ph.D
NIP. 196211201987021001

BAB I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Isu penelitian mengenai corporate governance yang berkembang selama dua dekade terakhir banyak menekankan pada efek komposisi dewan (dewan komisaris dan direksi) terhadap output perusahaan. Perkembangan tersebut kebanyakan dilandasi oleh perbedaan kepentingan antara dua entitas utama dalam pengelolaan perusahaan yaitu pemilik dan pengelola. Perbedaan kepentingan tersebut cenderung mengakibatkan konflik pada level strategis, terutama berkaitan dengan tujuan yang berbeda antar setiap entitas. Konflik antar individu, terutama pada level puncak dan isu fundamenta, memberikan pengaruh buruk terhadap pengelolaan perusahaan yang pada akhirnya mengorbankan kinerja perusahaan.

Konflik antara pemilik dan pengelola (konflik keagenan) telah menjadi topik pembahasan sebelum pendekatan corporate governance mengemuka. Besanko *et al* (2010) menjelaskan terdapat dua penyebab munculnya masalah keagenan. Pertama, masalah muncul ketika principal dan agent memiliki tujuan yang berbeda. Kedua, ketika keputusan dan aksi yang dilakukan serta informasi yang digunakan oleh agent sulit diobservasi (asymmetric information).

Teori keagenan, yang sering dijadikan sebagai sudut pandang pembahasan fenomena, memiliki asumsi bahwa setiap pihak termotivasi semata-mata oleh kepentingan masing-masing (Jensen dan Meckling, 1976). Motivasi yang berbeda mengarahkan setiap pihak kepada tujuan yang berbeda. Barle dan Means (1932) dalam James (1933) mengatakan bahwa pemilik cenderung bertujuan untuk mendapatkan pengembalian maksimal dari nilai investasi mereka dengan tingkat risiko tertentu. Kondisi keagenan, yang mereduksi wewenang principal terhadap investasi mereka, memberikan keleluasaan yang lebih kepada agent yang mengelola investasi. Jika agent merencanakan dan mengelola investasi tersebut dengan baik, maka nilai investasi semakin meningkat dan principal memperoleh pengembalian yang lebih besar.

Meskipun motivasi dan tujuan agent sulit diprediksi, tapi berdasarkan asumsi teori keagenan, para agent lebih cenderung termotivasi untuk meningkatkan kesejahteraan personal (Jhensen dan Meckling, 1976; Besanko *et al.*, 2010). Baik kesejahteraan materil yang berkaitan dengan kompensasi, maupun popularitas dan posisi tawar agent terhadap lingkungan. Agent berpotensi untuk meningkatkan kinerja jangka pendek perusahaan agar

popularitas dan ukuran kinerja mereka terlihat baik, tapi dengan mengorbankan kinerja jangka panjang investasi. Dengan pemisahan wewenang, agent dapat lebih leluasa menerapkan strategi untuk mencapai tujuan tersebut meskipun bertentangan dengan tujuan principal. Semakin besar separasi antara tujuan principal dan agent semakin besar masalah keagenan yang muncul di dalam perusahaan.

Untuk mereduksi efek masalah tersebut, diperlukan penyelarasan tujuan antara principal dan agent (Janson dan Meckling, 1976). Penyelarasan bukan hanya menyamakan tujuan agent terhadap tujuan principal, tapi perlu mempertimbangkan dan mengakomodasi tujuan setiap pihak. Janson dan Meckling (1976) berpendapat bahwa penyelarasan tujuan sebaiknya dilakukan dalam bentuk kontrak eksplisit antara principal dan agent. Kontrak tersebut dijadikan sebagai dasar bagi kedua pihak dalam menjalankan wewenang masing-masing dengan perspektif kepentingan bersama yang mengakomodasi kepentingan keduanya.

Besanko *et al* (2010) menyebutkan, terdapat tiga aspek penting yang harus diperhatikan dalam proses penyelarasan yaitu berkaitan dengan monitoring, sistem kompensasi, dan birokrasi. Monitoring diterapkan sebagai salah satu bentuk perpanjangan kontrol pemilik terhadap aktivitas agent dan informasi yang digunakan dalam pengambilan keputusan. Menempatkan perwakilan principal (dewan komisaris pada sistem Continental Europe, Board of Director pada sistem Anglo-American) dalam struktur perusahaan merupakan salah satu bentuk monitoring untuk mereduksi terjadinya masalah keagenan.

Penerapan sistem kompensasi yang adil juga menjadi aspek penting. Sistem performance-based incentive lebih disarankan sebagai upaya memitigasi konflik keagenan yang muncul. Dengan cara ini, principal dapat mendorong agent untuk mencapai tujuan yang berkaitan dengan kepentingan principal dan kepentingan agent itu sendiri. Semakin besar capaian tujuan principal maka semakin besar pula insentif yang diterima oleh agent. Selarasnya tujuan principal dan agent akan mengurangi konflik keagenan yang terjadi.

Aspek birokrasi dalam pengelolaan masalah keagenan berkaitan dengan pembatasan wewenang agent untuk mengambil keputusan strategis tertentu. Diperlukan regulasi untuk membatasi wewenang agent dalam mengelola perusahaan, terutama berkaitan dengan ukuran kinerja agent. Indikator yang kerap digunakan dalam performance-based incentive merupakan indikator keuangan yang sering bersifat jangka pendek. Kondisi ini masih memunculkan masalah keagenan ketika agent cenderung mengejar indikator tersebut dengan cara mengorbankan kinerja jangka panjang perusahaan.

Isu corporate governance muncul salah satunya sebagai landasan solusi dari konflik keagenan. Dengan memperhatikan ketiga aspek di atas, yang kemudian diturunkan dan dikembangkan kepada berbagai perspektif lain seperti mendorong pengelolaan yang berintegritas, budaya korporasi, aspek hukum dan lain sebagainya dalam satu mekanisme kontrol yang terintegrasi, corporate governance diharapkan menjadi sistem dan mekanisme kontrol perusahaan. Lukviarman (2010) menjelaskan bahwa corporate governance adalah suatu kesatuan yang menyeluruh mencakup aspek budaya, hukum dan kelengkapan institusional lainnya berupa mekanisme yang didasarkan pada konsep pengendalian korporasi dan sistem akuntabilitas dari pihak yang memegang kendali dimaksud.

Dalam dua dekade terakhir, isu corporate governance menjadi topik dan mendapat perhatian besar dari kalangan akademisi. Baik penelitian pada konteks negara maju, maupun berkembang. Penelitian juga dilakukan secara ekstensif pada kedua tipe governance yaitu pada The Anglo-Saxon dan The Continental Europe. Para peneliti juga telah mengkaji topik ini dari sudut pandang struktur, sistem, mekanisme, dan outcome yang dihasilkan dari praktek corporate governance.

Sistem Continental Europe yang memisahkan fungsi dewan secara institusional antara dengan yang berfungsi sebagai pengelola dan pengawas dinilai lebih mampu menyelesaikan masalah keagenan dengan efektif. Sistem ini dapat mengurangi kemungkinan munculnya moral hazard dalam pengambilan keputusan perusahaan. Sistem Continental Europe, yang muncul dari sistem hukum sipil, disebut juga dengan sistem multistakeholder yang pada dasarnya mempertimbangkan lebih banyak stakeholder dari pada sistem Anglo-Saxon.

Hasil penelitian corporate governance pada sistem Continental Europe masih tidak konsisten. Pengaruh komposisi dewan terhadap kinerja perusahaan masih belum memperlihatkan konsensus. Beberapa peneliti (e.g. Fauzi dan Locke, 2012; Adams dan Mehran, 2005; Dalton dan Dalton, 2005; Mark dan Li, 2001) menemukan bahwa ukuran dewan memiliki efek positif terhadap kinerja perusahaan. Beberapa hasil lainnya menemukan hubungan negatif antar variabel tersebut (Rashid *et al.*, 2013; Garg, 2007; Bannedsen *et al.*, 2006; Yermak, 1996; Eisenberg *et al.*, 1998; Rosenstein dan Wyatt, 1990). Hasil penelitian Bhagat dan Blag (2002) dan Kumar dan Sigh (2012) menunjukkan tidak terdapat pengaruh antara ukuran dewan terhadap dan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian juga tidak konsisten mengenai efek dewan *outsider* yang berfungsi sebagai pengawas terhadap kinerja perusahaan. Beberapa peneliti menemukan terdapat

hubungan positif antara kedua variabel tersebut (Peng, 2004; Uzun *et al.*, 2004; Francis *et al.*, 2012; Klein, 1998; Dalton *et al.*, 1998; Brook dan Rao, 1994). Hasil penelitian lain menemukan efek yang berbeda, yaitu terdapat hubungan negatif antara dewan *outsider* dan kinerja perusahaan (Agrawal dan Knoeber, 1995; Fama dan Jensen, 1983). Beberapa hasil penelitian tidak menunjukkan terdapatnya hubungan yang signifikan pada kedua variabel ini (Kumar dan Singh, 2012; Basyinger dan Butler, 1985; Hermalin dan Weisbach, 1991; Bhagat dan Black, 2001).

Hubungan antara frekuensi rapat dewan terhadap kinerja perusahaan juga tidak konsisten. Frekuensi rapat yang cenderung dijadikan sebagai proxy dari keterlibatan dewan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Ntim dan Osei, 2011; Carcello *et al.*, 2002; Mangena and Taurigana, 1998; Ma dan Tian, 2009). Beberapa penelitian lain justru menemukan efek negatif antar variabel tersebut (Chen *et al.*, 2006; Beekun *et al.*, 1998; Vafeas 1999). Hasil penelitian Hovart dan Spirollari (2012) justru tidak menemukan hubungan signifikan antara frekuensi rapat dewan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian yang melihat efek antara dewan supervisor independen (komisaris independen) terhadap kinerja perusahaan juga tidak konsisten. Penelitian oleh Pan *et al.* (2013) dan Koerniadi dan Alireza (2012) menemukan hubungan negatif antara dewan komisaris independen terhadap kinerja perusahaan. Hasil lain menemukan terdapatnya hubungan positif antar kedua variabel tersebut (Kumar dan Singh, 2012; Sanda *et al.*, 2008). Garg (2007) justru tidak menemukan terdapatnya keterkaitan yang signifikan antara proporsi dewan komisaris independen terhadap kinerja perusahaan (Garg, 2007).

Untuk melihat secara lebih jelas mengenai kecenderungan umum hasil berbagai penelitian terdahulu, perlu dilakukan studi terhadap berbagai hasil penelitian tersebut secara terintegrasi. Berbagai hasil dari penelitian yang dilakukan pada konteks yang berbeda akan digabungkan dan dianalisa dalam bentuk metode meta analisis. Selain untuk mengintegrasikan berbagai hasil penelitian, metode meta analisis juga dapat digunakan sebagai usaha untuk melihat kecenderungan kekonsistenan hubungan antar variabel pada penelitian sebelumnya.

Meta analisis akan dilakukan terhadap hasil penelitian corporate governance yang telah diteliti pada sistem Continental Europe. Pemilihan sistem ini didasarkan kepada kecenderungan hasil yang sangat beragam dan pertimbangan pada sistem yang melibatkan berbagai kepentingan stakeholder dalam menyelesaikan permasalahan keagenan perusahaan.

1.2. Tujuan dan Urgensi Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi pola konsistensi pada penelitian dengan topik corporate governance yang dilakukan pada konteks sistem Continental Europe. Selain itu juga ditujukan untuk melihat keterkaitan dan mengidentifikasi “benang merah” yang integratif pada berbagai penelitian tersebut.

Meta analisis ini penting dilakukan karena peran besar praktek corporate governance dalam menentukan kinerja perusahaan dengan landasan “do the right things” yang mempertimbangkan berbagai implikasi praktek bisnis terhadap beberapa *stakeholders* penting perusahaan.

1.3. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini terbatas pada kajian tentang praktek corporate governance yang dilakukan pada sistem Continental Europe. Dengan metode meta analisis, maka keterbatasan khusus penelitian ini yaitu hasil penelitian empiris tentang isu corporate governance yang dilakukan pada sistem Continental Europe.

Tabel 18
Simpulan hasil pengujian hubungan

No	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil kekuatan hubungan	Arah Hubungan
1	Directors Ownership	Company Performance	Tdk-signifikan	
2	Institutional Ownership	Company Performance	Signifikan	Positif
3	Management Ownership	Company Performance	Tdk-signifikan	
4	CEO Ownership	Company Performance	Tdk-signifikan	
5	Foreign Ownership	Company Performance	Tdk-signifikan	
6	Ownership Concentration	Company Performance	Tdk-signifikan	
7	Board Independen	Company Performance	Signifikan	Positif
8	Foreign on Board	Company Performance	Signifikan	Positif
9	Women on Board	Company Performance	Tdk-signifikan	
10	Board Size	Company Performance	Signifikan	Positif
11	CEO Duality	Company Performance	Signifikan	Negatif

BAB V KESIMPULAN

Hasil telaah terhadap 48 studi dan analisa meta data terhadap 31 studi berkaitan dengan topik *corporate governance* pada negara dengan sistem *continental europe* menghasilkan beberapa kesimpulan yaitu:

1. Hasil riview terhadap 48 artikel memperlihatkan kecenderungan bahwa setiap peneliti berusaha mengidentifikasi variabel yang berbeda antara satu dengan lainnya. Kecenderungan tersebut sering digiring oleh alasan fenomena khusus yang terjadi pada konteks negara objek studi. Argumentasi ini menegaskan kembali bahwa praktek *corporate governance* merupakan praktek yang kontekstual dan melekat erat kepada objek implementasi termasuk regulasi pada setiap negara.
2. Terdapat 11 variabel yang cukup konsisten digunakan oleh peneliti pada berbagai studi tersebut yaitu *directors ownership*, *institutional ownership*, *management ownership*, *CEO ownership*, *foreign ownership*, *ownership concentration*, *board independence*, *foreign on board*, *women on board*, *board size*, dan *CEO duality*. Terdapat beberapa variabel lainnya yang diteliti tetapi tidak disertakan karena bersifat terlalu kontekstual dan tidak dianggap memiliki jumlah observasi yang mencukupi.
3. Variabel *director ownership*, *management ownership*, *CEO ownership*, *foreign ownership*, *ownership concentration*, dan *women on board* secara konsisten tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan pada negara dengan sistem *continental europe*.
4. Variabel *institutional ownership*, *board independence*, *foreign on board* dan *board size* secara konsisten berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pada negara dengan sistem *governance* kontinental eropa.
5. Variabel *CEO duality* secara konsisten berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada negara yang menggunakan sistem *governance* kontinental eropa

Secara teoritis penelitian ini memiliki implikasi dalam memperlihatkan kecenderungan konsistensi banyak penelitian yang dilakukan sebelumnya. Konsistensi tersebut dapat dijadikan rujukan dalam membangun kerangka optimal untuk mengidentifikasi pengaruh *corporate governance* sebagai determinasi kinerja perusahaan. Secara praktis, meskipun telah diargumenkan sebelumnya bahwa praktek *corporate governance* tidak bisa dipisahkan dari berbagai aspek kontekstual negara seperti regulasi, kecenderungan ini bida menjadi panduan

bagi perusahaan dan investor dalam membangun struktur kepemilikan dan tata kelola yang baik pada perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa kelemahan diantaranya jumlah studi dan observasi yang tidak banyak. Banyak peneliti yang melakukan analisis meta data dengan menelaah 60-200 hasil penelitian dengan total observasi yang lebih banyak daripada penelitian ini. Jumlah observasi yang lebih besar dianggap mampu mengidentifikasi konsistensi hubungan dengan lebih baik. Dengan demikian, penulis menyarankan peneliti selanjutnya untuk menggunakan jumlah studi dan observasi yang lebih banyak.

Keterbatasan lain adalah model yang dibangun hanya mempertimbangkan efek langsung beberapa variabel *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini tidak mempertimbangkan terdapatnya efek mediasi dan interaksi dengan variabel lainnya dalam membentuk dan menjelaskan kinerja perusahaan. Selain itu, pengujian kontekstual pada setiap negara tidak dilakukan karena keterbatasan jumlah studi dan observasi. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat mengakomodasi efek tidak langsung dan pengujian terpisah pada konteks studi.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, R., & Ferreira. (2009). Women in The Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics* , 94, 291-309.
- Agrawal, A., & C, K. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal of Fianancial Quantitative Analysis* , 31 (3), 377-397.
- Banghoj, J., Gabrielsen, G., Petersen, C., & Plenborg, T. (2010). Determinants of Executive Compensation in Privately Held Firms. *Accounting and Finance* , 50, 481-510.
- Baysinger, B., & H, B. (1985). Corporate Governance and The Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics, & Organization* , 1 (1), 101-124.
- Beiner, S., Drobertz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism. *KYKLOS* , 57, 327-356.
- Beiner, S., Drobertz, W., Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management* , 12 (2), 249-283.
- Bektas, E., & Kaymak, T. (2009). Governance Mechanisms and Ownership in an Emerging Market: The Case of Turkish Banks. *Emerging Markets Finance & Trade* , 45 (6), 20-32.
- Berglund, T., & Westerholm, P. J. (2010). Foreign Inverstor' Reaction to Lower Profitability - The Role of Information Asymmetry. *International Riview of Finance* , 10 (4), 455-483.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2010). *Economics of Strategy* (5 ed.). Danvers: John Wilet & Sons.
- Bhagat, S., & Black. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law* , 27 (2), 232-273.
- Boeker, W. (1992). Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at The Top. *Administrative Science Quarterly* , 37, 400-421.
- Borch, O. J., & Huse, M. (1993). Informal Strategic Networks and The Board of Directors. *Enterpreneurship Theory and Practice* .
- Boyd, B. K. (1995). CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model. *Strategic Management Journal* , 16, 301-312.
- Brunninge, O., Nordqvist, M., & Wiklund, J. (2007). Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Composition and Top Management Teams. *Small Business Econpomics* , 295-308.
- Buchholtz, A. K., & Ribbens, B. A. (1994). Role of Chief Executive Officers in Takeover Resistance: Effect of CEO Incentives and Individual Characteristics. *Academy of Management Journal* , 37 (3), 554-579.

- Cabo, R. M., Gimeno, R., & Escot, L. (2011). Disentangling Discrimination on Spanish Board of Directors. *Corporate Governance: An International Review*, 19 (1), 77-95.
- Campbell, K., & Vera, A. M. (2008). Gender Diversity in The Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451.
- Carcello, J., D.R., H., T.L., N., & R.A., R. (2002). Board Characteristics and Audit Fees. *Contemporary Accounting Research*, 19 (2), 365-384.
- Cheng, S., & Firth, M. (2006). Family Ownership, Corporate Governance, and Top Executive Compensation. *Managerial dan Decision Economics*, 27, 549-561.
- Cheng, S., & Firth, M. (2005). Ownship, Corporate Governance and Top Management Pay in Hongkong. *Corporate Governance*, 13 (2).
- Chizema, A. (2008). Institution and Voluntary Complain: The Disclosure of Individual Executive Pay in Germany. *Corporate Governance*, 16 (4).
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007). The Value of outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, 941-962.
- Choi, S., & Hasan, I. (2005). Ownership, Governance, and Bank Performance: Korean Experience. *Financial Markets, Institution & Instruments*, 14 (4).
- Dalton, C., & Dalton. (2005). Board of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Perscriptions. *British Journal of Management*, 16 (1), 91-97.
- Dalton, D., C, D., A, E., & J, J. (1998). Meta-Analytic Riview of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 269-290.
- Darmadi, S. (2013). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? Evidence From Indonesia. *Salim Darmadi*, 13 (3), 288-304.
- David, P., O'Brien, J. P., Yoshikawa, T., & Delios, A. (2010). Do Shareholders or Stakeholders Appropriate The Rents From Corporate Diversification? The Influence of Ownership Structure. *Academy of Management Journal*, 53 (3), 636-654.
- Drakos, A. A., & Bekiris, F. V. (2010). Endogenity and the Relationship Between Board Structures and Firm Performance: A simultaneous Equation Analysis for the Athens Stock Exchange. *Managerial and Decision Economics*, 31, 387-401.
- Du, Y., Deloof, M., & Jorissen, A. (2011). Active Boards of Directors in Foreign Subsidiaries. *Corporate Governance: AN International Riview*, 19 (2), 153-168.
- Eisenberg, T., Sundgren, & Wells. (1998). Large Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48 (1), 35-54.
- Elsayed, K. (2011). Board size and Corporate Performance: The Missing Role of Board Leadership Structure. *Journal of Management Governance*, 415-446.

- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Affect Corporate Performance. *Corporate Governance* , 15 (6).
- Essen, M. v., Oosterhout, J. H., & Carney, M. (2012). Corporate Boards and The Performance of Asian Firms: A Meta-Analysis. *Asia Pacific Journal of Management* , 29, 873-905.
- Fama, E., & M, J. (1983). Serparation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* , 301-325.
- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* , 8 (2), 43-67.
- Firt, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). Ownership, Governance Mechanism, and Agency Cost in China's Listed Firms. *Journal of Asset Management* , 9 (2), 90-101.
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2012). *Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence From Financial Crisis*. Finlandia: Bank of Finland Research Discussion Papers.
- Gabrielsson, J., & Winlund, H. (2000). Board of Directors in Small and Medium-sized Industrial Firms: Examining The Effects of The Board's Working Style on Board Task Performance. *Entrepreneurship and Regional Development* , 20, 311-330.
- Grag, A. K. (2007). Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *Vikalpa* , 32 (3).
- Hedges, L., & I, O. (1985). *Statistical Methods for Meta-analysis*. Orlando: FL: Academic.
- Hermalin, B., & M.S, W. (1991). The Effect Board Composition and Direct Incentives in Firm Performance. *Financial Management* , 20 (4), 101-124.
- Heugens, P., Essen, M. v., & Oosterhout, J. v. (2009). Meta-Analyzing Ownership Concentration and Firm Performance in Asia: Towards a More Fine-grained Understanding. *Asia Pacific Journal Management* , 26, 481-512.
- Holm, C., & Scholer, F. (2010). Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanism-The Importance of Ownership Dispersion and Exposure Toward The International Capital Market. *Corporate Governance: An International Riview* , 18 (1), 32-47.
- Japan, P. S. (2012). Asli M Colpan; Toru Yoshikawa. *Corporate Governance: An International Riview* , 20 (1), 547-561.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , 3 (4), 305-360.
- Kaymak, T., & Bektas, E. (2008). East Meets West? Board Characteristics in an Emerging Market: Evidence From Turkish Bank. *Corporate Governance* , 16 (6).

- Kim, Y. (2005). Board Network Characteristics and Firm Performance in Korea. *Corporate Governance* , 13 (6).
- Klein, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *Journal of Law and Economics* , 275-304.
- Kumar, N., & Singh, J. (2012). Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Asian Journal of Finance and Accounting* , 4 (2).
- La-porta, R., Lopez-De-Silanes, A. S., & R.W, V. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy* , 106, 1113-1155.
- Lazarides, T. (2009). Ownership Structure in Greece: Impact of Corporate Governance. *Corporate Governance* .
- Lorca, C., Sanchez-Ballesta, J. P., & Meca, E. G. (2011). Board Effectiveness and Cost of Debt. *Journal of Business Ethics* , 100, 613-631.
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board Leadership and Strategy Involvement in Small Firm: A Team Production Approach. *Corporate Governance: An International Review* , 19 (4), 368-383.
- Mangena, M., & V, T. (2008). Corporate Boards, Ownership Structure and Firm Performance in an Environment of Severe Political and Economic Uncertainty. *Blackpool* .
- Mendez, C. F., & Garcia, R. A. (2007). The Effects of Ownership Structure and Board Composition on the Audit Committee Meeting Frequency: Spanish Evidence. *Corporate Governance* , 15 (5).
- Menozzi, A., Urtiaga, M. G., & Vannoni, D. (2010, December). Board Composition, Political Connection and Performance in State-Owned Enterprises. *Carlo Alberto Notebooks* .
- Minichilli, A., Zattoni, A., Nielsen, S., & Huse, M. (2012). Board Task Performance: An Exploration of Micro and Macro Level determinant of Board Effectiveness. *Journal of Organizational Behavior* , 33, 193-215.
- Monteduro, F., Hinna, A., & Ferrari, R. (2011). The Board of Directors and The Adoption of Quality Management Tools. *Public Management Review* , 13 (6), 803-824.
- Musteen, M., Datta, D. K., & Kemmerer, B. (2010). Corporate Reputation: Do Board Characteristics Matter? *British Journal of Management* , 21, 498-510.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010). Women Directors' Contribution to Board Decision-Making and Strategic Involvement: The Role of Equality Perception. *European Management Review* , 7, 16-29.
- Ntim, C. G., & Osei, K. A. (2011). The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance* , 2 (2).
- Nuryanah, S., & Islam, S. M. (2011). Corporate Governance and Performance: Evidence From an Emerging Market. *Malaysian Accounting Review* , 10, 17-42.

- Osma, B. G., & Noguera, B. G.-d.-A. (2007). The Effects of Board Composition and Its Monitoring Committees on Earning Management: Evidence from Spain. *Corporate Governance* , 15 (6).
- Peng, M. W. (2004). Outside Directors and Firm Performance During Institutional Transitions. *Strategic Management Journal* , 25, 453-471.
- Prabowo, M., & Simpson, J. (2011). Independent Directors and Firm Performance in Family Controlled Firms: Evidence From Indonesia. *Asia Pacific Economic Literature* .
- Randoy, T., & Nielsen, J. (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance* , 6, 57-81.
- Rashid, A. (2013). Corporate Governance, Executive Pay and Firm Performance: Evidence From Bangladesh. *International Journal of Management* , 30 (2).
- Roderer, C., & Peyer, U. (2002). Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices. *European Financial Management* , 8 (2), 165-192.
- Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance* , 15 (2).
- Rose, C. (2005). The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance. *Corporate Governance* , 13 (5).
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside Directors, Board Independence and Shareholders Wealth. *Journal of Financial Economics* , 26 (2), 175-191.
- Ruigrok, W., Peck, S. I., & Keller, H. (2006). Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence From Swiss Companies. *Journal of Management Studies* , 43 (5).
- Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. (2007). Nationality and Gender Diversity on Swiss Corporate Boards. *Corporate Governance* , 15 (4).
- Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S., Greve, P., & Hu, Y. (2006). The Determinant and Effects of Board Nomination Committees. *Journal of Management Governance* , 10, 119-148.
- Sanda, A. U., Garba, T., & Mikailu, A. S. (2008). Board Independence and Firm Financial Performance: Evidence From Nigeria. *CSAE Confrence*. Oxford: University of Oxford.
- Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2008). Leadership Structure and Corporate Governance in Switzerland. *Journal of Applied Corporate Finance* , 20 (1).
- Shmid, M. M., & Zimmermann, H. (2008). Should Chairman and CEO be Separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland. *sbr* , 182-204.
- Sifuna, A. P. (2012). Disclose or Abstain: The Prohibition of Insider Trading on Trial. *Journal of International Banking Law and Regulation* , 27 (9).

- Tuschke, A., & Sanders, G. (2003). Antecedents and Consequences of Corporate Governance Reform: The Case of Germany. *Strategic Management Journal* , 24, 631-649.
- Ualiade, O. M. (2010). The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria. *International Journal of Business and Management* , 5 (10).
- Vafeas, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* , 53, 113-142.
- Vera, A. M., & Ugedo, J. F. (2010). Firms Risk and the Power of Chairman and CEO in a Civil Law Country: Evidence From Spain. *The International Journal of Human Resource Management* , 21 (3), 371-388.
- Viswesvaran, C., & D.S, O. (1995). Theory Testing: Combining Psychometric Meta-Analysis and Structural Equation Modeling. *Personnel Psychology* , 48, 865-885.
- Voeller, D., Bremert, M., & Zein, N. (2013). Interdependencies Between Auditing and Corporate Governance-Evidence From Germany. *sbr* (65), 198-226.
- Voordeckers, W., Gils, A. V., & Heuvel, J. V. (2007). Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms. *Journal of Small Business Management* , 45 (1), 137-156.
- Wincent, J., Anikhin, S., & Boter, H. (2009). Network Board Continuity and Effectiveness of Open Innovation in Swedish Strategic Small-Firm Network. *R&D Management* , 39 (1).
- Yemark, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* , 40 (2), 185-212.
- Yokota, R., & Mitsuhashi, H. (2008). Attributive Change in Top Management Teams as a Driver of Strategic Change. *Asia Pacific Journal of Management* , 25, 297-315.
- Zahra, S. A., Neubaum, D. O., & Naldi, L. (2007). The Effects of Ownership and Governance on SMEs' International Knowledge-based Resources. *Small Business Economics* , 29, 309-327.
- Zealand, D. B. (2012). Hardjo Koerniadi; Alireza Tourani-Rad. *Australian Accounting Business and Finance Journal* , 6 (2), 3-18.
- Zerni, M., Kallunki, J.-P., & Nilsson, H. (2010). The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanism, and Firm Value. *Contemporary Accounting Research* , 27 (4), 1169-1206.