

REAKSI PASAR TERHADAP *MALE-TO-FEMALE* *CHIEF EXECUTIVE OFFICER TURNOVER*

A. A. Paramita Primasari¹
I Made Sukartha²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: mita.primasari17@gmail.com/ telp: +62 87 888 811 178

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar sesudah pengumuman *male-to-female* (MTF) CEO *turnover* dan membandingkannya dengan reaksi pasar sesudah pengumuman *male-to-male* (MTM) CEO *turnover*. Penelitian dilakukan pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan MTF dan MTM CEO *turnover* periode 2004 – 2014. Jumlah sampel sebanyak 35 perusahaan di mana terdapat masing-masing 18 pengumuman MTF dan MTM CEO *turnover*. Pengambilan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya abnormal *return* negatif pada saham perusahaan yang mengumumkan MTF CEO *turnover* yang artinya pasar tidak bereaksi negatif terhadap kehadiran CEO wanita. Tidak ditemukan pula adanya perbedaan abnormal *return* antara saham perusahaan yang melakukan MTF dan MTM CEO *turnover* yang berarti investor tidak membedakan keputusan investasinya hanya berdasarkan gender CEO.

Kata kunci: Reaksi Pasar, Gender, Diskriminasi, *Male-To-Female* CEO *Turnover*, *Male-To-Male* CEO *Turnover*

ABSTRACT

This study aimed to determine market reaction after male-to-female (MTF) CEO turnover announcement and compared it with market reaction after male-to-male (MTM) CEO turnover announcement. This research was conducted on companies on Indonesian Stock Exchange which did MTF and MTM CEO turnover during 2004 – 2014. The total sample is 35 companies with respectively 18 MTF and MTM CEO turnover announcements. The sampling method used was purposive sampling. The test result showed that there was no negative abnormal return on shares in companies that announced MTF CEO turnover which means the market did not react negatively to the presence of female CEOs. There was also no difference in abnormal return between the shares of firms that did MTF and MTM CEO turnover which means investors did not distinguish their investment decisions based solely on gender of CEOs.

Keywords: Market Reaction, Gender, Discrimination, *Male-To-Female* CEO *Turnover*, *Male-To-Male* CEO *Turnover*

PENDAHULUAN

Ada pepatah lama mengatakan *behind every successful man there is a woman*. Jika pepatah ini diartikan secara harfiah, maka posisi wanita akan selalu berada di

belakang posisi pria. Pepatah ini memberikan gagasan bahwa dalam kehidupan pria berperan sebagai pemimpin, sedangkan wanita hanya berperan sebagai pendukungnya. Implikasinya di sini adalah wanita tidak “pantas” untuk menjadi seorang pemimpin. Gagasan ini terkesan *sexist* dan sangat mengagungkan pria. Wanita dianggap sebagai makhluk yang derajatnya lebih rendah dibandingkan pria dan akan selalu dinomorduakan. Contohnya saja ketika Corazon Aquino mengajukan dirinya sebagai calon presiden Filipina pada tahun 1986, lawan politiknya, Ferdinand Marcos, tidak sungkan-sungkan menghina Aquino dengan pernyataan bahwa *she was “just a woman” whose place was in the bedroom* (Engel, 2012). Pernyataan Marcos tersebut mengisyaratkan bahwa wanita hanyalah dipandang sebagai boneka pemuas kebutuhan sang suami.

Berkaca dari kasus di atas, terbukti bahwa fenomena ketidaksetaraan gender dapat merenggut hak berpolitik wanita. Tetapi bukan hak berpolitik saja yang menjadi masalah di sini, bahkan di beberapa negara wanita tidak mempunyai hak untuk hidup. Salah satu contohnya adalah di India yang mana di negara tersebut terdapat sebuah tradisi kuno yang disebut dengan *sati*. Tradisi ini mengharuskan seorang istri untuk membakar dirinya hidup-hidup pada saat pembakaran jenazah sang suami (Dhanoa, 2012). Meskipun tradisi ini seharusnya dilakukan secara sukarela, namun dipercaya dalam banyak kasus bahwa sang istri dipaksa untuk melakukannya. Kemudian, beralih ke Pakistan, di negara ini terdapat sebuah tradisi yang disebut *honor killing*, yakni tradisi di mana pria boleh membunuh sanak keluarga perempuannya apabila mereka membawa aib bagi keluarga (Khalil dan

Sheikh, 2010). *Honor killing* bisa dilakukan karena alasan-alasan yang mungkin bagi sebagian orang sangat tidak masuk akal, salah satunya adalah ketika seorang wanita menolak untuk menikahi pria yang telah dijodohkan kepadanya dan ingin memilih sendiri pasangan hidupnya.

Melihat masyarakat yang cenderung memperlakukan wanita secara tidak adil membuat beberapa pihak merasa terdorong untuk mengubah hal tersebut, maka inilah yang menjadi latar belakang lahirnya feminisme. Feminisme ini sendiri sering disalahartikan oleh banyak orang, sehingga kaum yang mendukung feminisme (*feminist*) sering dicap negatif (Farnham, 1996 dalam Anderson *et al.*, 2009). Dalam bukunya, Hooks (2000:1) mendefinisikan feminisme sebagai suatu gerakan untuk mengakhiri seksisme, eksploitasi seksis, dan penindasan. Dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa feminisme bukanlah paham yang mengajarkan manusia untuk mengangungkan wanita, seperti yang selama ini sering diartikan oleh masyarakat, namun lebih kepada mencoba untuk menyepadankan kedudukan pria dan wanita dan menghilangkan sikap diskriminatif terhadap wanita.

Paham feminisme telah menyebar ke berbagai belahan dunia, salah satunya adalah di Indonesia. Tentunya masyarakat Indonesia sudah tidak asing lagi mendengar nama Raden Ajeng Kartini. Wanita yang lebih akrab disapa R. A. Kartini ini adalah tokoh feminisme Indonesia yang selama hidupnya terus berjuang mengangkat derajat wanita. Meskipun beliau lahir pada zaman di mana wanita masih dipandang sangat rendah oleh laki-laki, namun beliau tidak pernah gentar meneruskan usaha-usahanya untuk memajukan kaum wanita terutama dalam bidang pendidikan.

Karena pada saat itu kaum wanita tidak diperbolehkan untuk menuntut ilmu seperti kaum laki-laki, maka R. A. Kartini berinisiatif untuk membangun sekolah khusus bagi kaum wanita. Selain itu, semangat emansipasi wanita R. A. Kartini juga tertuang dalam surat-suratnya yang kemudian dihimpun dalam sebuah buku berjudul *Door Duisternis tot Licht* atau yang dalam Bahasa Indonesia berarti Habis Gelap Terbitlah Terang (Soewindi, 1997).

Sayangnya, meskipun sudah sejak lama paham feminisme dikumandangkan, namun seksisme seolah menjadi momok yang tidak kunjung dapat diatasi. Dalam dunia politik misalnya, dari 560 orang anggota Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) periode 2014 – 2019 hanya 79 orang wanita yang berhasil menduduki jabatan tersebut, yang artinya tingkat keterwakilan wanita dalam DPR hanya mencapai 14% (Susiana, 2014). Dalam dunia bisnis pun terjadi kasus yang senada yang mana dari 500 perusahaan yang termasuk dalam daftar Fortune 500 periode 2014 hanya 24 perusahaan atau sebesar 4,8% yang dipimpin oleh *Chief Executive Officer* (CEO) wanita (Fairchild, 2014). Keadaan ini sangat miris mengingat jumlah wanita per 31 Desember 2014 diestimasi mencapai 3.600.119.712 orang atau sebesar 49,57% dari populasi dunia (Country Meters, 2015).

Walaupun seksisme merupakan perilaku yang tidak etis, namun sains mungkin dapat dijadikan salah satu dasar pembenaran seksisme. Adapun Romanes (1887) dalam Brennan (1995) menyatakan bahwa rata-rata otak wanita lebih ringan lima ons daripada otak pria, sehingga kekuatan intelektual wanita lebih rendah. Selain itu, Lynn dan Irwing (2004) menemukan bahwa rata-rata IQ pria dewasa lebih tinggi

lima poin dibandingkan wanita dewasa. Selanjutnya, Lynn (2010) kembali berargumen bahwa perbandingan jumlah pria dan wanita di level *near-genius* (IQ mencapai 145 poin) adalah 8:1. Temuan-temuan ini mengisyaratkan bahwa pria lebih “pintar” dibandingkan wanita, sehingga “wajar” apabila masyarakat menganggap derajat wanita lebih rendah dibandingkan pria.

Menelisik lebih lanjut, temuan di atas juga sebenarnya dapat menjelaskan salah satu alasan mengapa lebih banyak pemimpin pria di dunia. Pria yang notabene lebih “pintar” diasumsikan mampu membuat keputusan yang lebih baik dibandingkan wanita, sehingga masyarakat lebih mempercayai kaum pria untuk menduduki posisi puncak suatu hierarki. Kondisi inilah yang menyebabkan wanita jarang mendapatkan kesempatan untuk memimpin suatu organisasi dan menunjukkan kemampuan mereka yang sesungguhnya.

Fenomena perilaku diskriminatif yang diterima wanita dalam organisasi ini dapat dijelaskan dengan *glass ceiling theory*. Dalam teori ini diyakini bahwa terdapat penghalang transparan yang menyebabkan wanita terperangkap di level tertentu dalam sebuah organisasi (Morrison *et al.*, 1987:13 dalam Baxter dan Wright, 2000). Penghalang inilah yang mengakibatkan wanita tidak bisa menduduki posisi-posisi tertentu dalam suatu organisasi terutama posisi-posisi puncak. Lyness dan Heilman (2006) berhasil menemukan bukti bahwa teori ini memang berlaku di dunia nyata yang mana dalam hasil penelitian mereka disebutkan bahwa sebelum dipromosikan, wanita mempunyai kinerja yang lebih baik daripada pria. Hal ini menunjukkan bahwa pria lebih mudah mendapatkan promosi, sedangkan wanita harus menunjukkan

prestasi yang luar biasa terlebih dahulu sebelum mendapatkannya. Sementara itu, Hersch dan Viscusi (1996) menemukan bahwa promosi secara signifikan meningkatkan gaji yang diperoleh pria, namun tidak untuk gaji yang diperoleh wanita. Jadi, bagi wanita mendapatkan promosi bukanlah pertanda bahwa gajinya akan meningkat.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya bisa disimpulkan jika *glass ceiling theory* ini mempunyai implikasi bahwa wanita hanya diharapkan untuk mengisi posisi-posisi rendah. Apabila fenomena sebaliknya terjadi, maka sesuai dengan *signaling theory*, masyarakat akan bereaksi negatif terhadap fenomena ini. Menurut Hartono (2013:586) apabila suatu pengumuman peristiwa mengandung informasi, maka informasi ini akan menjadi sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasinya dan akan timbul reaksi dari investor atas pengumuman peristiwa tersebut. Jadi, dalam dunia bisnis, apabila memang benar *glass ceiling theory* berlaku, maka menunjuk seorang wanita untuk mengisi posisi CEO merupakan kejadian yang di luar harapan, sehingga pengumuman ini akan memberikan sinyal negatif bagi investor. Jika bersifat efisien, maka pasar akan langsung merespon sinyal-sinyal tersebut.

Menariknya, investor di Bursa Efek Indonesia (BEI) sendiri tampaknya memang menanggapi dingin keberadaan CEO wanita. Berikut ini peneliti sajikan harga penutupan (*closing price*) saham dua perusahaan sebelum dan sesudah adanya pergantian CEO dari pria ke wanita (*male-to-female CEO turnover*) dan dari pria ke pria (*male-to-male CEO turnover*).

1) Nama perusahaan: PT Bank Pundi Indonesia Tbk

Kode IDX: BEKS

CEO lama: Paulus Wiranata (pria)

CEO baru: Ivy Santoso (wanita)

Tanggal pengumuman: 10 November 2014

Tabel 1.
***Closing Price* BEKS di Sekitar Tanggal Pergantian CEO**

6/11/14	7/11/14	10/11/14	11/11/14	12/11/14	13/11/14	14/11/14	17/11/14
t-2	t-1	t-0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
84	87	84	83	81	79	80	80

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2015)

2) Nama perusahaan: PT Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk

Kode IDX: BBRM

CEO lama: Loa Siong Bun (pria)

CEO baru: Joseph Charlie Lie (pria)

Tanggal pengumuman: 13 November 2014

Tabel 2.
***Closing Price* BBRM di Sekitar Tanggal Pergantian CEO**

11/11/14	12/11/14	13/11/14	14/11/14	17/11/14	18/11/14	19/11/14	20/11/14
t-2	t-1	t-0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
175	180	190	190	193	196	196	195

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2015)

Dari tabel di atas terlihat bahwa *closing price* kedua perusahaan tersebut sangat kontras setelah adanya pergantian CEO. *Closing price* BEKS yang mengalami

peningkatan sehari sebelum peristiwa ($t-1$) justru menurun sejak tanggal pengumuman ($t-0$) hingga tiga hari sesudahnya ($t+3$). *Closing price* BBRM justru terus mengalami peningkatan hingga tiga hari pasca pergantian CEO ($t+3$). Setelah memperhatikan tabel di atas muncullah sebuah pertanyaan di benak peneliti; apakah memang benar ada bias gender di pasar modal Indonesia?

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap keberadaan pemimpin wanita dalam dunia bisnis telah cukup banyak dilakukan. Lee dan James (2003) menemukan bahwa reaksi pasar akan lebih buruk ketika CEO baru yang ditunjuk berjenis kelamin wanita. Selain itu, hasil penelitian Carron dan Lucey (2011) menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi atas penunjukan *executive director* dan CEO wanita, namun bereaksi positif di saat pria yang ditunjuk untuk mengisi posisi-posisi tersebut, sehingga terbukti bahwa investor lebih menyukai pemimpin pria dibandingkan pemimpin wanita. Meskipun begitu, namun ada juga hasil penelitian yang memperlihatkan hal sebaliknya. Adapun Coxbill *et al.* (2009) menemukan bahwa pasar tidak menunjukkan reaksi apapun terhadap pengumuman *male-to-female* (MTF) CEO *turnover* dan malah bereaksi negatif terhadap pengumuman *male-to-male* (MTM) CEO *turnover*. Sementara itu, Martin *et al.* (2009) menyatakan bahwa investor sama-sama memberikan respon positif baik ketika pria maupun wanita yang ditunjuk sebagai CEO.

MTF CEO *turnover* adalah peristiwa pergantian CEO di mana sebelumnya CEO perusahaan yang bersangkutan berjenis kelamin pria dan digantikan oleh orang lain yang berjenis kelamin wanita. *Glass ceiling theory* mengimplikasikan bahwa

MTF CEO *turnover* merupakan sebuah sinyal buruk bagi investor. CEO baru diduga tidak akan mampu mencapai prestasi yang telah diraih oleh CEO lama karena investor memiliki prasangka buruk bahwa kemampuan wanita tidak sebanding dengan kemampuan pria dalam memimpin suatu perusahaan. Tingkat kepercayaan investor pun akan menurun, sehingga mereka memutuskan untuk berhenti berinvestasi pada perusahaan tersebut. Fenomena menurunnya *closing price* BEKS sesudah melakukan MTF CEO *turnover* di atas merupakan indikasi bahwa *glass ceiling theory* memang berlaku di pasar modal Indonesia.

CEO merupakan salah satu posisi yang paling penting dalam perusahaan, sehingga posisi ini tidak bisa diisi oleh sembarang orang. Pemimpin perusahaan diharapkan cerdas, tangguh, dan rasional dalam mengambil keputusan yang mana sikap-sikap tersebut lebih sering disematkan pada kaum pria. Tetapi wanita sering dianggap kurang pintar dan lebih lemah dibandingkan pria, sehingga *stereotype* negatif ini mengakibatkan wanita kurang diminati untuk memimpin suatu perusahaan. Sesuai dengan *signaling theory* dan *glass ceiling theory* jika pada akhirnya CEO terpilih berjenis kelamin wanita, maka peristiwa ini adalah sinyal yang buruk bagi investor karena *stereotype* negatif yang melekat pada kaum wanita akan membentuk rasa tidak percaya dalam diri investor terhadap kemampuan CEO terpilih. Jadi, diprediksi pasar akan bereaksi negatif terhadap MTF CEO *turnover*. Sebaliknya, pengumuman MTM CEO *turnover* seharusnya menjadi sinyal yang positif bagi investor karena kaum pria lebih dipercaya untuk menjadi pemimpin perusahaan.

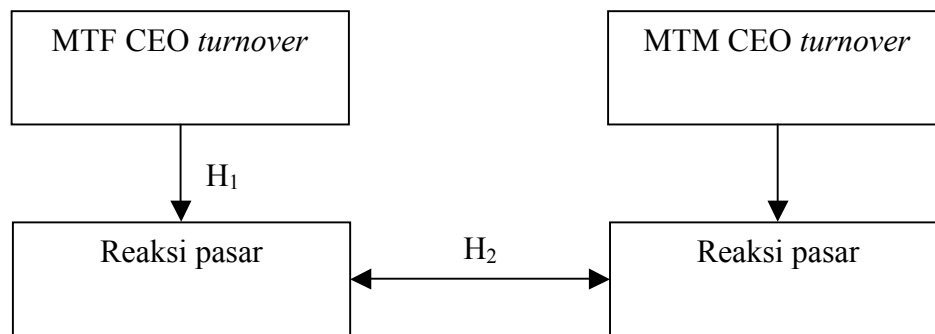
Lee dan James (2003) melakukan penelitian terhadap 17 pengumuman penunjukkan CEO wanita dan 518 pengumuman penunjukkan CEO pria pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di New York Stock Exchange, American Stock Exchange, dan NASDAQ selama periode 1990 – 2000. Mereka menemukan bahwa walaupun sama-sama menghasilkan respon yang negatif, namun reaksi pasar akan jauh lebih buruk ketika wanita yang ditunjuk sebagai CEO. Sementara itu, Carron dan Lucey (2011) melakukan penelitian terhadap 12 pengumuman *executive director* dan CEO *turnover* wanita serta 151 pengumuman *executive director* dan CEO *turnover* pria pada perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam indeks FTSE 100 selama periode Januari 2005 – Juni 2010. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi atas penunjukkan *executive director* dan CEO wanita, namun bereaksi positif di saat laki-laki yang ditunjuk untuk mengisi posisi-posisi tersebut. Penelitian Lee dan James serta Carron dan Lucey ini adalah bukti bahwa investor lebih menyukai pemimpin pria ketimbang pemimpin wanita, sehingga sesuai dengan hasil kedua penelitian tersebut dan teori-teori yang peneliti gunakan, maka dapat dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H₁: Terdapat abnormal *return* negatif pada saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI sesudah pengumuman MTF CEO *turnover*.

H₂: Terdapat perbedaan abnormal *return* antara saham perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* dan yang melakukan MTM CEO *turnover*.

METODE PENELITIAN

Desain penelitian dapat diartikan sebagai pola pikir yang menunjukkan hubungan antara variabel-variabel yang akan diteliti serta mencerminkan jenis dan jumlah rumusan masalah yang perlu dijawab melalui penelitian, teori yang digunakan untuk merumuskan hipotesis, jenis dan jumlah hipotesis, dan teknik analisis statistik yang akan digunakan (Sugiyono, 2013:63). Penelitian ini diharapkan dapat menjelaskan tentang reaksi pasar terhadap MTF CEO *turnover* dan membuktikan ada atau tidaknya perbedaan reaksi pasar dalam menanggapi MTF dan MTM CEO *turnover*.



Gambar 1. Desain Penelitian

Sumber: Data sekunder diolah (2015)

Arah panah pertama (H₁) menggambarkan bagaimana pasar akan bereaksi terhadap pengumuman MTF CEO *turnover*. Dalam penelitian ini diduga pasar akan bereaksi negatif terhadap MTF CEO *turnover*. Sementara itu, arah panah kedua (H₂) menggambarkan perbandingan reaksi pasar setelah MTF CEO *turnover* dan MTM CEO *turnover*. Peneliti membentuk hipotesis bahwa pasar akan bereaksi secara berbeda dalam menanggapi MTF CEO *turnover* dan MTM CEO *turnover*.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan MTF dan MTM CEO *turnover* selama periode 2004 – 2014. Objek dari penelitian ini adalah reaksi pasar terhadap MTF dan MTM CEO *turnover* yang dapat diukur dengan abnormal *return* perusahaan-perusahaan yang mengalami peristiwa tersebut.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah MTF CEO *turnover* dan MTM CEO *turnover*. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah abnormal *return*. Adapun tahapan pengujian abnormal *return* berdasarkan metode *event study* adalah: (1) Mengidentifikasi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan MTF dan MTM CEO *turnover* selama periode 2004 – 2014 beserta tanggal pengumumannya (tanggal RUPS diselenggarakan) yang diidentifikasi sebagai t-0. Apabila ada fenomena ekonomi yang secara sistematis dapat mempengaruhi harga saham perusahaan-perusahaan di BEI, misalnya pemerintah mengeluarkan kebijakan ekonomi baru, yang terjadi tepat pada tanggal pengumuman peristiwa, maka posisi t-0 akan digeser menjadi sehari sesudahnya (t+1 menjadi t-0). Tujuan penggeseran ini adalah untuk meminimalisir *confounding effect* dalam hasil penelitian; (2) Menentukan periode estimasi yang merupakan periode yang digunakan untuk mengestimasi *return* ekspektasian. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 100 hari dari t-100 hingga t-1; (3) Menentukan periode peristiwa yang merupakan periode di sekitar terjadinya suatu peristiwa. Periode peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini adalah 6 hari yang terdiri dari sehari ketika berlangsungnya peristiwa (*event*) dan 5 hari sesudah peristiwa (*past event*) atau dari t-

0 hingga $t+5$; (4) Menghitung *return* realisasian saham selama periode pengamatan. *Return* realisasian adalah hasil yang benar-benar diperoleh investor dari suatu investasi (Hartono, 2013:235); (5) Menghitung *return* indeks pasar selama periode pengamatan; (6) Menghitung *return* ekspektasian menggunakan *market* model. *Return* ekspektasian adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa depan (Hartono, 2013:235); (7) Menghitung abnormal *return* saham individual di sekitar periode peristiwa; (8) Menghitung rata-rata abnormal *return* di sekitar periode peristiwa.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kualitatif dan data kuantitatif. Data kualitatif adalah data berbentuk kalimat, kata, atau gambar, sedangkan data kuantitatif adalah data dalam bentuk angka maupun data kualitatif yang diangkakan (Sugiyono, 2014:23). Data kualitatif dalam penelitian ini adalah nama-nama CEO dan tanggal pergantian CEO yang bisa dilihat melalui laporan keuangan perusahaan. Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah harga saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan MTF dan MTM CEO *turnover* selama periode 2004 – 2014 dan IHSG harian BEI selama periode pengamatan.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data sekunder adalah sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain) (Indriantoro dan Supomo, 2013). Data sekunder dalam penelitian ini adalah harga saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan MTF dan MTM CEO

turnover selama periode 2004 – 2014 yang diperoleh melalui *Indonesian Capital Market Electronic Library* (ICaMEL), IHSG harian BEI selama periode pengamatan yang diperoleh melalui situs *www.idx.co.id* dan *www.finance.yahoo.com*, serta laporan keuangan perusahaan yang diperoleh melalui situs *www.idx.co.id* dan di Kantor Perwakilan BEI Denpasar.

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang memiliki kualitas dan karakteristik tertentu yang dipelajari oleh peneliti dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2013:115). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan MTF dan MTM CEO *turnover* selama periode 2004 – 2014. Sementara itu, sampel merupakan bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki populasi tersebut (Sugiyono, 2013:116). Dalam menentukan sampel untuk penelitian ini peneliti memakai teknik *purposive sampling*.

Tabel 3.
Proses Seleksi Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan MTF CEO <i>turnover</i> selama periode 2004 – 2014	26
2	Tanggal pengumuman CEO <i>turnover</i> tidak dapat ditemukan	(0)
3	Perusahaan mengalami suspensi saham (penghentian sementara perdagangan saham) di sekitar periode estimasi dan periode peristiwa	(1)
4	Perusahaan melakukan <i>corporate action</i> lainnya pada tanggal yang bersamaan dengan pengumuman CEO <i>turnover</i>	(7)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel		18

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2015)

Berdasarkan hasil pengamatan peneliti terdapat 26 perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan MTF CEO *turnover* selama periode 2004 – 2014, namun

karena ada beberapa kriteria pemilihan sampel yang harus dipenuhi, maka perusahaan-perusahaan yang dipilih sebagai sampel menyempit menjadi 18. Sementara itu, sampel MTM CEO *turnover* berjumlah 17 perusahaan di mana terdapat 18 pengumuman peristiwa. Kriteria untuk menentukan sampel MTM CEO *turnover* adalah: (1) MTM CEO *turnover* dilakukan pada tahun yang sama dengan sampel MTF CEO *turnover* yang akan dibandingkan; (2) Perusahaan yang melakukan MTM CEO *turnover* berada dalam sub sektor yang sama dengan perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover*; (3) Apabila syarat kedua tidak terpenuhi, maka akan dipilih perusahaan yang berada dalam sektor yang sama; (4) Apabila ada beberapa perusahaan yang memenuhi syarat pertama, kedua, dan/atau ketiga, maka akan dipilih perusahaan yang memiliki total aset mendekati perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover*; (5) Apabila keempat syarat di atas tidak terpenuhi, maka akan dipilih perusahaan yang melakukan MTM CEO *turnover* setahun sebelum atau sesudah sampel MTF CEO *turnover* yang akan dibandingkan. Kemudian, syarat kedua, ketiga, dan keempat kembali diberlakukan.

Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan teknik observasi nonpartisipan. Langkah-langkah pengumpulan data untuk penelitian ini adalah: (1) Mengunduh laporan keuangan periode 2010 – 2014 melalui www.idx.co.id dan meminta laporan keuangan periode 2004 – 2009 di Kantor Perwakilan BEI Denpasar karena data tersebut tidak tersedia dalam situs; (2) Mengecek satu-persatu struktur perusahaan dalam laporan keuangan perusahaan (pada bagian Catatan atas Laporan Keuangan) untuk mengetahui apakah ada MTF dan MTM CEO *turnover* selama

periode 2004 – 2014 serta tanggal terjadinya peristiwa tersebut. Ada atau tidaknya CEO *turnover* diketahui dengan cara melihat apakah ada pergantian nama CEO dalam struktur perusahaan yang bersangkutan, sedangkan gender CEO ditemukan dengan cara melihat sebutan yang diberikan kepada CEO tersebut di depan nama mereka (Bapak/Ibu atau *Mr/Mrs*); (3) Memilih sampel yang akan digunakan berdasarkan kriteria *purposive sampling* yang sudah ditentukan; (4) Memperoleh data *closing price* perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel selama periode estimasi dan periode peristiwa melalui ICaMEL; (5) Menghitung *return* realisasian yang diterima oleh investor selama periode estimasi dan periode peristiwa; (6) Memperoleh data *closing price* IHSG selama periode estimasi dan periode peristiwa melalui situs www.idx.co.id dan www.finance.yahoo.com; (7) Menghitung *return* indeks pasar selama periode estimasi dan periode peristiwa; (8) Membentuk model ekspektasian berupa beberapa persamaan regresi linier sederhana menggunakan bantuan program *Statistical Product and Service Solution 22* (SPSS 22) dengan memasukkan data *return* realisasian dan *return* indeks pasar selama periode estimasi ke dalam program; (9) Menghitung *return* ekspektasian di sekitar periode peristiwa menggunakan persamaan regresi yang telah dibentuk; (10) Menghitung abnormal *return* saham individual di sekitar periode peristiwa; (11) Menghitung rata-rata abnormal *return* di sekitar periode peristiwa.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis deskriptif dan komparatif. Hasan (2004) dalam Siregar (2013:126) menyatakan bahwa analisis deskriptif merupakan bentuk analisis data penelitian untuk menguji

generalisasi hasil penelitian berdasarkan satu sampel. Sementara itu, analisis komparatif adalah suatu analisis yang digunakan untuk mengetahui perbedaan antara dua variabel atau lebih (Siregar, 2013:176). Pengujian hipotesis H_1 dilakukan dengan uji satu sampel (uji t) satu arah pihak kiri. Uji t digunakan apabila jenis penelitian bersifat deskriptif yang mana permasalahannya hanya terdiri dari satu variabel (Siregar, 2013:159). Pengujian hipotesis H_2 dilakukan dengan uji peringkat *Mann-Whitney* (uji U). Uji U digunakan pada analisis komparatif untuk menguji dua variabel independen di mana variabel A berbeda dengan variabel B (Siregar, 2013:389).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi variabel penelitian menyampaikan informasi mengenai karakteristik variabel-variabel penelitian yang terdiri atas jumlah pengamatan, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi. Tabel 4 memperlihatkan hasil analisis statistik deskriptif.

Tabel 4.
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Keterangan	Jumlah Sampel	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-rata	Standar Deviasi
AAR MTF	18	-0,01191	0,02376	0,0018595	0,00968159
AAR MTM	18	-0,04839	0,01781	-0,0013642	0,01325205

Sumber: Data sekunder diolah (2015)

Average abnormal return (AAR) MTF memiliki nilai minimum sebesar -0,01191 dan nilai maksimum sebesar 0,02376 yang artinya AAR terkecil dari perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO turnover adalah -0,01191 (PT

Davomas Abadi Tbk) dan AAR terbesar adalah 0,02376 (PT Tanah Laut Tbk). Nilai rata-rata AAR MTF sebesar 0,0018595 berarti rata-rata AAR perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* adalah 0,0018595. Nilai rata-rata AAR MTF yang bukan 0 menunjukkan bahwa pengumuman MTF CEO *turnover* mempunyai kandungan informasi dan investor cenderung menganggap informasi ini sebagai suatu sinyal positif. Nilai standar deviasi AAR MTF adalah 0,00968159. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi perbedaan AAR MTF yang diteliti terhadap nilai rata-ratanya sebesar 0,00968159.

AAR MTM mempunyai nilai minimum sebesar -0,04839 dan nilai maksimum sebesar 0,01781 yang artinya AAR terkecil dari perusahaan-perusahaan yang melakukan MTM CEO *turnover* adalah -0,04839 (PT Hotel Mandarine Regency Tbk) dan AAR terbesar adalah 0,01781 (PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk). Nilai rata-rata AAR MTM sebesar -0,0013642 berarti rata-rata AAR perusahaan-perusahaan yang melakukan MTM CEO *turnover* adalah -0,0013642. Nilai rata-rata AAR MTM yang bukan 0 menunjukkan bahwa pengumuman MTM CEO *turnover* memiliki kandungan informasi dan investor cenderung menanggapi informasi ini secara negatif. Nilai standar deviasi AAR MTM adalah 0,01325205. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi perbedaan AAR MTM yang diamati terhadap nilai rata-ratanya sebesar 0,01325205.

Dalam penelitian ini uji normalitas dilakukan untuk menentukan penggunaan statistik parametris atau nonparametris sebagai alat analisis. Pengujian ini dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Data dikatakan berdistribusi normal apabila *Sig.*

abnormal *return* $\geq 0,05$. Apabila data berdistribusi normal, maka untuk menguji hipotesis H_2 akan digunakan teknik statistik parametris, namun jika tidak, maka teknik statistik nonparametris yang akan dipilih.

Tabel 5.
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

Keterangan	Kolmogorov-Smirnov	Sig.
AAR MTF	0,175	0,150
AAR MTM	0,267	0,001

Sumber: Data sekunder diolah (2015)

Berdasarkan hasil SPSS pada Tabel 5 dapat diketahui bahwa *Sig.* abnormal *return* sampel MTF $> 0,05$ ($0,150 > 0,05$), sehingga data abnormal *return* perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* berdistribusi normal. Sebaliknya, *Sig.* abnormal *return* sampel MTM $< 0,05$ ($0,001 < 0,05$), sehingga data abnormal *return* perusahaan-perusahaan yang melakukan MTM CEO *turnover* tidak berdistribusi normal. Dengan demikian, hipotesis H_2 akan diuji menggunakan teknik statistik nonparametris, yaitu dengan uji U.

Uji t digunakan apabila jenis penelitian bersifat deskriptif yang mana permasalahannya hanya terdiri dari satu variabel. Pengujian hipotesis H_1 dilakukan dengan uji satu arah pihak kiri. Hipotesis menyatakan bahwa terdapat abnormal *return* negatif pada saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI sesudah pengumuman MTF CEO *turnover*. Hipotesis ini diterima jika $t_{hitung} < - t_{tabel}$ atau *Sig.* abnormal *return* $< 0,05$. Berdasarkan hasil SPSS pada Tabel 6 dapat diketahui bahwa $t_{hitung} > - t_{tabel}$ ($0,815 > -1,743$) dan *Sig.* abnormal *return* $> 0,05$ ($0,426 > 0,05$),

sehingga hipotesis H_1 tidak terbukti yang berarti tidak ditemukan adanya abnormal *return* negatif pada saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI sesudah pengumuman MTF CEO *turnover*.

Tabel 6.
Hasil Uji Satu Sampel (Uji t)

T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
				Lower	Upper	
				AAR_MTF	.815	17

Sumber: Data sekunder diolah (2015)

Demi memperkuat hasil penelitian ini, maka peneliti melakukan pengujian tambahan, yakni uji U untuk membuktikan hipotesis H_2 . Di sini variabel yang diuji adalah abnormal *return* perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* dan abnormal *return* perusahaan yang melakukan MTM CEO *turnover*. Tujuan dilakukannya pengujian ini adalah untuk membuktikan ada atau tidaknya perbedaan reaksi pasar dalam menanggapi MTF dan MTM CEO *turnover*. Tabel 7 menunjukkan perusahaan-perusahaan yang akan dibandingkan dengan uji U.

Hipotesis menyatakan bahwa terdapat perbedaan abnormal *return* antara saham perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* dan yang melakukan MTM CEO *turnover*. Hipotesis ini diterima jika $U_{hitung} < U_{tabel}$ atau $Sig. \text{ abnormal } return < 0,05$. Berdasarkan hasil SPSS pada Tabel 8 dapat diketahui bahwa $U_{hitung} > U_{tabel}$ ($154 > 99$) dan $Sig. \text{ abnormal } return > 0,05$ ($0,800 > 0,05$), sehingga hipotesis H_2 tidak terbukti yang berarti tidak ada perbedaan abnormal *return* antara

saham perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* dan yang melakukan MTM CEO *turnover*.

Tabel 7.
Perusahaan-Perusahaan yang Dibandingkan dengan Uji U

No	<i>Male-to-female CEO turnover</i>	<i>Male-to-male CEO turnover</i>
1	PT Bank Pundi Indonesia Tbk (BEKS)	PT Bank Capital Indonesia Tbk (BACA)
2	PT Cowell Development Tbk (COWL)	PT Nirvana Development Tbk (NIRO)
3	PT Panin Financial Tbk (PNLF)	PT Bank MNC International Tbk (BABP)
4	PT Citra Marga Nusaphala Persada Tbk (CMNP)	PT Bakrie Telecom Tbk (BTEL)
5	PT Duta Pertiwi Tbk (DUTI)	PT Alam Sutera Realty Tbk (ASRI)
6	PT Radana Bhaskara Finance Tbk (HDFA)	PT Bank Windu Kentjana International Tbk (MCOR)
7	PT Inti Kapuas Arowana Tbk (IIKP)	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk (BTEK)
8	PT Sejahterayasa Anugrahjaya Tbk (SRAJ)	PT Skybee Tbk (SKYB)
9	PT Merck Sharp Dohme Pharma Tbk (SCPI)	PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI)
10	PT Golden Eagle Energy Tbk (SMMT)	PT Hotel Mandarine Regency Tbk (HOME)
11	PT Panca Wiratama Sakti Tbk (PWSI)	PT Bukit Darma Property Tbk (BKDP)
12	PT Davomas Abadi Tbk (DAVO)	PT Cahaya Kalbar Tbk (CEKA)
13	PT Bank OCBC NISP Tbk (NISP)	PT Bank Artha Graha Internasional Tbk (INPC)
14	PT Tigaraksa Satria Tbk (TGKA)	PT Sigmagold Inti Perkasa Tbk (TMPI)
15	PT Tanah Laut Tbk (INDX)	PT Sigmagold Inti Perkasa Tbk (TMPI)
16	PT Bank QNB Indonesia Tbk (BKSW)	PT Bank Victoria Tbk (BVIC)
17	PT Mitra Investindo Tbk (MITI)	PT Petrosea Tbk (PTRO)
18	PT MNC Land Tbk (KPIG)	PT Gowa Makassar Tourism Development (GMTD)

Sumber: Data sekunder diolah (2015)

Penelitian ini menggunakan metode *event study*, yakni studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa di mana informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Hartono, 2013:585). Dalam metode *event study* diasumsikan bahwa pasar berbentuk setengah kuat, sehingga harga-harga sekuritas yang terdaftar di dalamnya diharapkan mencerminkan secara penuh informasi yang dipublikasikan (Hartono, 2013:549). Informasi yang dipublikasikan tersebut dapat menjadi sinyal bagi investor untuk membuat keputusan investasinya. Apabila informasi yang

dipublikasikan mengandung sinyal negatif, maka akan timbul reaksi negatif dari investor yang ditandai dengan diperolehnya abnormal *return* negatif. Sementara itu, reaksi pasar akan positif ketika sinyal positif muncul, sehingga investor mendapatkan abnormal *return* positif di sekitar periode peristiwa. Penelitian ini berfokus pada reaksi pasar terhadap pengumuman MTF CEO *turnover* dengan dugaan bahwa (1) terdapat abnormal *return* negatif pada saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI sesudah pengumuman MTF CEO *turnover* dan (2) terdapat perbedaan abnormal *return* antara saham perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* dan yang melakukan MTM CEO *turnover*.

Tabel 8.
Hasil Uji *Mann-Whitney* (Uji U)

<i>Test Statistics^a</i>	
	AAR
<i>Mann-Whitney U</i>	154.000
<i>Wilcoxon W</i>	325.000
<i>Z</i>	-.253
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	.800
<i>Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]</i>	.815 ^b

Sumber: Data sekunder diolah (2015)

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan, maka dapat diketahui bahwa hipotesis H_1 ditolak. Hasil penelitian ini merupakan bukti bahwa investor di Indonesia tidak menganggap kehadiran CEO wanita sebagai suatu sinyal yang negatif. Meskipun dalam *glass ceiling theory* dinyatakan bahwa masyarakat cenderung akan berprasangka buruk terhadap kehadiran pemimpin wanita dalam sebuah organisasi, namun teori ini justru tidak berlaku pada perusahaan-perusahaan

yang terdaftar di BEI. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Martin *et al.* (2009) dan Kang *et al.* (2009) yang menyatakan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman penunjukan CEO dan direktur wanita.

Selanjutnya, ketika abnormal *return* perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* dibandingkan dengan yang melakukan MTM CEO *turnover*, maka ditemukan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dari abnormal *return* kedua kelompok tersebut, sehingga hipotesis H₂ juga ditolak. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Martin *et al.* (2009), Abdullah *et al.* (2014), serta Ola dan Proffitt (2015) yang mengungkapkan bahwa pasar memberikan reaksi yang sama baik terhadap pengumuman penunjukan CEO pria maupun CEO wanita. Jadi, *glass ceiling theory* bisa semakin dipastikan tidak terbukti di BEI karena kenyataannya investor tidak bias terhadap pemimpin pria.

Walaupun tidak bisa dipungkiri bahwa jumlah pemimpin wanita masih kalah jauh dibandingkan pemimpin pria, namun kini masyarakat Indonesia sudah mulai mengubah pandangan negatif mereka terhadap pemimpin wanita. Meskipun Romanes (1887) dalam Brennan (1995) serta Lynn dan Irwing (2004) mengungkapkan bahwa rata-rata kekuatan intelektual wanita lebih rendah dibandingkan pria, sehingga mengimplikasikan bahwa wanita lebih “bodoh” dibandingkan pria, namun wanita telah mampu membuktikan bahwa mereka memiliki kebolehan yang sama dengan pria dalam mengelola suatu organisasi. Hal ini didukung oleh Sihite (2012) yang menemukan bahwa perusahaan dengan CEO wanita menghasilkan tingkat profitabilitas yang lebih tinggi daripada perusahaan

dengan CEO pria. Selain itu, Wiryaningtyas *et al.* (2013) membuktikan bahwa tingkat profitabilitas Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah (UMKM) baik yang dimiliki pria maupun wanita adalah sama.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Parker *et al.* (2015) masyarakat menganggap bahwa sifat-sifat terpenting yang harus dimiliki oleh seorang pemimpin adalah jujur, pintar, tegas, terorganisir, bersimpati, inovatif, dan ambisius. Dari ketujuh sifat tersebut kebanyakan masyarakat percaya bahwa baik wanita dan pria sama-sama pintar dan inovatif, namun wanita akan lebih bersimpati, terorganisir, dan jujur, sedangkan pria akan lebih tegas dan ambisius. Hal ini membuktikan bahwa masyarakat bisa melihat adanya potensi dalam diri wanita untuk menjadi seorang pemimpin dan tidak menganggap wanita sebagai makhluk yang “lemah” sebagaimana yang disampaikan oleh Pynchon (2012).

Hasil penelitian Parker *et al.* (2015) juga menemukan bahwa 71% orang percaya bahwa kehadiran pemimpin wanita dapat meningkatkan taraf hidup wanita secara keseluruhan. Cotter *et al.* (1997) pun percaya bahwa dengan semakin banyaknya wanita menduduki posisi-posisi puncak dan mempunyai wewenang untuk membuat keputusan-keputusan krusial, maka mereka bisa memperkecil efek *glass ceiling theory* pada suatu perusahaan secara keseluruhan. Hal ini telah dibuktikan oleh Cohen dan Huffman (2007) di mana *wage gap* antara pegawai pria dan wanita akan lebih kecil ketika (1) perusahaan memiliki banyak manajer wanita dan (2) wanita berhasil mengisi posisi manajer puncak.

Buckalew *et al.* (2012) menyatakan bahwa pekerja wanita yang sudah berkeluarga biasanya kesulitan untuk membagi waktu antara pekerjaan kantor dan pekerjaan rumah tangga, maka mereka akan mengalami stres dan kinerja mereka di perusahaan akan menurun. Tetapi Maherani (2008) justru menemukan bahwa konflik peran ganda yang dihadapi pekerja wanita tidak berpengaruh pada kinerja mereka. Hal ini mungkin disebabkan karena kini sudah banyak keluarga yang mempekerjakan asisten rumah tangga, sehingga dapat meringankan beban wanita karir untuk menyelesaikan pekerjaan rumah tangga dan mereka bisa memiliki lebih banyak waktu untuk menyelesaikan pekerjaan kantor.

SIMPULAN DAN SARAN

Sesuai dengan hasil uji hipotesis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan: (1) Tidak ditemukan adanya abnormal *return* negatif pada saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI sesudah pengumuman MTF CEO *turnover* selama periode 2004 – 2014. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi negatif terhadap kehadiran CEO wanita; (2) Tidak ditemukan adanya perbedaan abnormal *return* antara saham perusahaan-perusahaan yang melakukan MTF CEO *turnover* dan yang melakukan MTM CEO *turnover* selama periode 2004 – 2014. Hal ini membuktikan bahwa pasar memberikan reaksi yang sama terhadap pengumuman MTF CEO *turnover* dan MTM CEO *turnover*. Jadi, bisa dikatakan investor tidak membedakan keputusan investasinya hanya berdasarkan gender pemimpin perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis dan simpulan yang diperoleh dari penelitian ini, maka dapat diberikan beberapa saran: (1) Peneliti selanjutnya diharapkan melakukan pengamatan dengan periode yang lebih panjang, sehingga jumlah sampel lebih banyak dan hasilnya lebih akurat; (2) Penelitian ini mengesampingkan asal-muasal CEO baru (*insider* atau *outsider*) dan jenis pergantian CEO (rutin atau non rutin). Peneliti selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan faktor-faktor ini dalam mengukur reaksi pasar; (3) Perusahaan diharapkan mampu memberikan kesempatan lebih banyak lagi kepada kaum wanita mengingat jumlah wanita yang mengisi posisi-posisi strategis masih jauh lebih sedikit dibandingkan pria; (4) Pemerintah sebaiknya melakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap pelaksanaan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 13 Tahun 2003 Tentang Ketenagakerjaan guna meminimalisir praktik diskriminasi di tempat kerja; (5) Manajer wanita disarankan untuk semakin berani menunjukkan kemampuan mereka dalam mengelola perusahaan.

REFERENSI

- Abdullah, Shahnaz T., Lal C. Chugh, dan Muhammad Bakhtear Talukdar. 2014. Do female CEOs add value for stockholders? A case study of Yahoo! *Journal of Finance and Accountancy*, 16, pp: 1 – 10.
- Anderson, Kristin J., Melinda Kanner, dan Nisreen Elsayegh. 2009. Are Feminists Man Haters? Feminists' and Nonfeminists' Attitudes toward Men. *Psychology of Women Quarterly*, 33(3), pp: 216 – 224.
- Baxter, Janeen dan Erik Olin Wright. 2000. The Glass Ceiling Hypothesis: A Comparative Study of the United States, Sweden, and Australia. *Gender and Society*, 14(2), pp: 275 – 294.

- Brennan, William. 1995. Female Objects of Semantic Dehumanization and Violence. *Studies in Prolife Feminism*, 1, pp: 1 – 20.
- Buckalew, Erik, Alexis Konstantinopoulos, Jonathan Russell, dan Seif El-Sherbini. 2012. The Future of Female CEOs and Their Glass Ceiling. *Journal of Business Studies Quarterly*, 3(4), pp: 145 – 153.
- Carron, Brenda dan Brian Lucey. 2011. The Effect of Gender on Stock Price Reaction to the Appointment of Directors: The Case of the FTSE 100. *Applied Economic Letters*, 18(13), pp: 1225 – 1229.
- Cohen, Philip N. dan Matt L. Huffman. 2007. Working for the Woman? Female Managers and the Gender Wage Gap. *American Sociological Review*, 72, pp: 681 – 704.
- Cotter, David A., JoAnn DeFiore, Joan M. Hermsen, Brenda Marsteller Kowalewski, dan Reeve Vanneman. 1997. All Women Benefit: The Macro-Level Effect of Occupational Integration on Gender Earnings Equality. *American Sociological Review*, 62, pp: 714 – 734.
- Country Meters. 2015. World Population. <http://countrymeters.info/en/World>. Diunduh tanggal 7, bulan April, tahun 2015.
- Coxbill, Amanda L., Lee W. Sanning, dan Sherrill Shaffer. 2009. Market Reaction to the Announcement of a Male-To-Female CEO Turnover. *Working Paper* The Australian National University, Canberra.
- Dhanao, Ritu. 2012. Violation of Women Human Rights in India. *International Journal in Multidisciplinary and Academic Research*, 1(4), pp: 1 – 9.
- Engel, Kerilynn. 2012. Corazon Aquino, Revolutionary President of the Philippines. <http://www.amazingwomeninhistory.com/corazon-aquino-revolutionary-president-philippines/>. Diunduh tanggal 11, bulan April, tahun 2015.
- Fairchild, Caroline. 2014. Number of Fortune 500 Women CEOs Reaches Historic High. <http://fortune.com/2014/06/03/number-of-fortune-500-women-ceos-reaches-historic-high/>. Diunduh tanggal 7, bulan April, tahun 2015.
- Hartono, Jogyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Hersch, Joni dan W. Kip Viscusi. 1996. Gender Differences in Promotions and Wages. *Industrial Relations*, 35(4), pp: 461 – 472.

- Hooks, Bell. 2000. *Feminism Is for Everybody: Passionate Politics*. Cambridge: South End Press.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 2013. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPF.
- Kang, Eugene, David K. Ding, dan Charlie Charoenwong. 2009. Investor Reaction to Women Directors. *Journal of Business Research*, 63(8), pp: 888 – 894.
- Khalil, Noor Akbar dan Mashhood Ahmed Sheikh. 2010. Political Manipulation in Human Rights Violations: A Case of Honor Killings in Balochistan, Pakistan. *Pakistaniaat: A Journal of Pakistan Studies*, 2(2), pp: 36 – 43.
- Lee, Peggy M. dan Erika H. James. 2003. She'-E-Os: Gender Effects and Stock Price Reactions to the Announcements of Top Executive Appointments. *Working Paper* University of Virginia, Virginia.
- Lyness, Karen S. dan Madeline E. Heilman. 2006. When Fit is Fundamental: Performance Evaluations and Promotions of Upper-Level Female and Male Managers. *Journal of Applied Psychology*, 91(4), pp: 777 – 785.
- Lynn, Richard dan Paul Irwing. 2004. Sex Differences on the Progressive Matrices: A Meta-Analysis. *Intelligence*, 32(5), pp: 481 – 498.
- Lynn, Richard. 2010. Sorry, Men are More Brainy than Women (and More Stupid Too!) It's a Simple Scientific Fact, Says One of Britain's Top Dons. <http://www.dailymail.co.uk/debate/article-1274952/Men-ARE-brainy-women-says-scientist-Professor-Richard-Lynn.html>. Diunduh tanggal 8, bulan April, tahun 2015.
- Maherani, Astrani. 2008. Pengaruh Konflik Peran Ganda dan Fear of Success terhadap Kinerja Wanita Berperan Ganda. *Tesis* Universitas Gunadarma, Bekasi.
- Martin, Anna D., Takeshi Nishikawa, dan Melissa A. Williams. 2009. CEO Gender: Effects on Valuation and Risk. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 48(3), pp: 23 – 40.
- Ola, J. Christian dan Dennis Proffitt. 2015. The Stock Market Response to CEO Changes: Does Gender Matter? *International Journal of Business and Management*, 10(5), pp: 1 – 9.

- Parker, Kim, Juliana Menasce Horowitz, Wendy Wang, Anna Brown, dan Eileen Patten. 2015. Women and Leadership: Public Says Women are Equally Qualified, but Barriers Persist. *Report* Pew Research Center, Washington D.C.
- Pynchon, Victoria. 2012. 3 Reasons You Don't Want Women Leaders. <http://www.forbes.com/sites/shenegotiates/2012/08/14/3-reasons-you-dont-want-women-leaders/2/>. Diunduh tanggal 7, bulan Mei, tahun 2015.
- Sihite, Rebecca Ciquita. 2012. Pengaruh Gender pada Dewan Komisaris, Dewan Direksi, dan Komite Audit terhadap Profitabilitas dan Kualitas Laba Perusahaan. *Skripsi* Universitas Indonesia, Depok.
- Siregar, Syofian. 2013. *Metode Penelitian Kuantitatif: Dilengkapi Perbandingan Perhitungan Manual dan SPSS*. Jakarta: Kencana.
- Soewindi, Marwati. 1997. Sejarah Perjuangan Wanita dalam Pembangunan di Indonesia dan Dunia. <http://www.bkkbn.go.id/arsip/Documents/Perpustakaan/ALIH%20MEDIA%202012/004/10.%20Sejarah%20Perjuangan%20Wanita.pdf>. Diunduh tanggal 11, bulan April, tahun 2015.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. 2014. *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Susiana, Sali. 2014. Penurunan Keterwakilan Perempuan dalam Pemilu 2014. *Info Singkat Kesejahteraan Sosial*, 6(10), pp: 9 – 12.
- Wiryaningtyas, Dwi Perwitasari, Tatang Ary Gumanti, dan Novi Puspitasari. 2013. Faktor-faktor Pembeda Profitabilitas UMKM Warung Pecel Garahan Jember. *Relasi: Jurnal Ekonomi – Mandala Jember*, 18, pp: 19 – 46.