

Pengujian *Power Theory* pada Skema Remunerasi Pimpinan Puncak Perusahaan Publik di Indonesia

JAM
14, 4

Diterima, Oktober 2016
Direvisi, Nopember 2016
Disetujui, Desember 2016

Wita Ramadhanti
Adi Indrayanto

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jenderal Soedirman

Abstract: *This study examined the impact of the Firm characteristics and the investment opportunity set against executive remuneration. This study also explained the role of institutional ownership in moderating the relationship between firm size, sales and growth of the cash compensation. Data was taken from a listed company in Indonesia Stock Exchange 2011-2014 which has an executive compensation data in Swa Magazine survey. The compensation data are taken from Survey conduct by Swa Magazines, not directly from annual and financial reports. This is because very few Indonesian public companies that explicitly stated their remunerations in Annual Reports or Financial Reports. Investor could have additional information to invest in stock market. Data were analyzed using OLS Regression. A Company is fundamentally good and a trusted is a company that has an assets, sales, and high managerial compensation, but has a majority of institutional ownership of the total ownership structure. This study used institutional ownership as a moderating variable not managerial ownership such as in previous studies. That was caused by the capital market condition in Indonesia as the concentration of institutional ownership is higher than the market or management. The results showed that the firm characteristics has an effect to the company's executive remuneration. Furthermore, institutional ownership has a negative moderating effect on that relationship. That results was accordance with the Power Theory that the high institutional ownership may limit the amount of executive compensation.*

Keywords: *remuneration, firm characteristics, investment opportunity set, institutional ownership*

Abstrak: Penelitian ini menguji dampak karakteristik perusahaan dan set kesempatan investasi terhadap remunerasi eksekutif. Penelitian ini juga ingin menjelaskan peran kepemilikan institusional dalam memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan, penjualan dan pertumbuhan terhadap kompensasi kas. Data diambil dari perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014 yang memiliki data kompensasi eksekutif dalam survey Majalah Swa. Data kompensasi diambil dari survey oleh Majalah Swa, tidak langsung dari laporan tahunan dan keuangan. Hal ini karena sangat sedikit perusahaan publik di Indonesia yang secara eksplisit menyatakan remunerasi mereka dalam Laporan Tahunan atau Laporan Keuangan. Investor bisa memiliki informasi tambahan untuk berinvestasi di pasar saham. Data kemudian dianalisis menggunakan Regresi. Perusahaan yang baik dan terpercaya secara fundamental adalah perusahaan yang memiliki aset, penjualan, dan kompensasi manajerial tinggi, tetapi memiliki kepemilikan institusional mayoritas dari total struktur kepemilikan. Penelitian ini menggunakan kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi bukan kepemilikan manajerial seperti pada penelitian sebelumnya. Hal ini karena kondisi pasar modal di Indonesia di mana konsentrasi kepemilikan institusional lebih tinggi dibandingkan pasar atau manajemen. Hasilnya menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh terhadap besaran remunerasi eksekutif. Selanjutnya, kepemilikan institusional memiliki efek moderasi negatif pada hubungan tersebut. Hasil ini sesuai dengan Power Theory di mana kepemilikan institusional yang tinggi dapat membatasi besaran kompensasi eksekutif.

Kata Kunci: remunerasi, karakteristik perusahaan, set kesempatan investasi, kepemilikan institusi



Jurnal Aplikasi
Manajemen (JAM)
Vol 14 No 4, 2016
Terindeks dalam
Google Scholar

Alamat Korespondensi:
Wita Ramadhanti, Fakultas
Ekonomi dan Bisnis Univer-
sitas Jenderal Soedirman,
DOI: <http://dx.doi.org/10.18202/jam23026332.14.4.07>

Teori keagenan menyatakan bahwa sistem remunerasi manajerial adalah salah satu cara untuk meyakinkan agen bertindak atas nama prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Kompensasi manajerial dapat berupa gaji, rencana bonus, opsi kepemilikan saham, hak untuk mengeksekusi opsi saham pada harga tertinggi, rencana saham terbatas, rencana saham tersembunyi, unit dividen, unit kinerja, saham dan kinerja (Smith dan Watts, 1982).

Praktek atas remunerasi manajerial ini lebih banyak menguntungkan bagi agen dibandingkan bagi prinsipal maupun *stakeholder*. Karakteristik perusahaan adalah salah satu faktor yang dapat mempengaruhi skema kompensasi. Faktor karakteristik antara lain dapat diukur dengan ukuran perusahaan, penjualan, set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set* atau *IOS*), dan struktur kepemilikan.

Ada 3 (tiga) penelitian utama yang menguji hubungan antara karakteristik perusahaan yang berpengaruh terhadap remunerasi eksekutif. Pertama, Smith dan Watts (1992) yang menguji hubungan karakteristik perusahaan dan skema kompensasi. Karakteristik perusahaan diukur dengan set kesempatan investasi, penjualan dan regulasi.

Kedua, Gaver dan Gaver (1993) yang mengembangkan Smith dan Watts (1992) mengklasifikasikan sampel menjadi kelompok set kesempatan investasi menjadi perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Namun demikian setelah perusahaan diklasifikasikan berdasarkan ukurannya, tidak ada perbedaan remunerasi eksekutif antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Penelitian ini juga menambahkan variabel independen kepemilikan direksi.

Ketiga, Ho, *et al.* (2004) melanjutkan penelitian Gaver dan Gaver (1993). Penelitian ini mengubah variabel independen kepemilikan direksi menjadi variabel moderator. Hasilnya semakin besar kepemilikan direksi akan semakin kecil skema kompensasi karena mengurangi masalah monitoring.

Penelitian ini akan menguji pengaruh karakteristik perusahaan terhadap remunerasi eksekutif puncak pada perusahaan publik di Indonesia. Alasan penggunaan sampel di Indonesia ada 3 hal. Pertama, otoritas bursa efek di Indonesia telah meminta perusahaan untuk mengungkapkan remunerasi eksekutif pada Laporan Tahunan berdasarkan Keputusan Bapepam-LK Nomor Kep-134/BL/2006 dan secara efektif

berlaku sejak Tahun Pelaporan 2007. Namun demikian hingga otoritas bursa ini berubah nama menjadi Otoritas Jasa Keuangan melalui Undang-undang Nomor 21 Tahun 2011 masih banyak perusahaan yang belum mengungkapkan secara penuh besaran remunerasi eksekutif puncaknya. Berdasarkan hal tersebut maka penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tetapi terdapat dalam data kompensasi berdasarkan *database* survei Majalah SWA.

Kedua, Indonesia menganut *two tiers boards system*. Setiap perusahaan publik harus memiliki dua kelompok manajemen puncak, yaitu Dewan Direksi sebagai fungsi manajemen serta Dewan Komisaris sebagai fungsi pengawasan (Undang-undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Sebagian perusahaan berpengaruh di Bursa Efek Indonesia adalah Badan Usaha Milik Negara. Pada Badan Usaha Milik Negara berdasarkan Peraturan Menteri BUMN No. Per-04/MBU/2014 menyatakan bahwa besaran remunerasi Dewan Komisaris terikat dengan Remunerasi Dewan Direksi. Remunerasi Dewan Komisaris merupakan 30%–45% dari remunerasi Dewan Direksi. Berdasarkan hal tersebut, maka remunerasi pada penelitian ini diukur dengan total remunerasi kas direktur dan komisaris dibandingkan dengan riset terdahulu pada Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) serta Ho, *et al.* (2004) yang hanya menggunakan remunerasi dewan direksi saja.

Ketiga, penelitian ini menggunakan kepemilikan institusional sebagai proksi struktur kepemilikan. Hal ini berbeda dengan Ho, *et al.* (2004) menggunakan struktur kepemilikan manajemen sebagai variabel moderasi antara karakteristik perusahaan dan kompensasi top eksekutif. Hal ini berdasarkan *Power Theory* (Bebchuck, *et al.*, 2002) yang menyatakan bahwa top eksekutif memiliki kekuasaan yang luas untuk menentukan seberapa besar remunerasi yang akan diterimanya sendiri, sehingga dibutuhkan konsentrasi kepemilikan non manajemen yang besar yang untuk membatasinya (Scott, 2012).

Berdasarkan latar belakang di atas, penelitian ini akan menguji pengaruh karakteristik perusahaan terhadap remunerasi eksekutif puncak pada perusahaan publik di Indonesia dengan struktur kepemilikan sebagai variabel moderasi. Karakteristik perusahaan sebagai variabel independen akan diukur menggunakan

ukuran perusahaan, penjualan perusahaan, serta set kesempatan investasi. Remunerasi diukur dengan total kompensasi kas dewan direksi dan komisaris. Struktur kepemilikan akan diukur menggunakan kepemilikan institusional.

KERANGKA TEORETIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Agensi, Skema Bonus, dan Karakteristik Perusahaan

Teori Agensi diajukan oleh Jensen dan Meckling (1976). Asumsi dalam penelitian ini adalah entitas terpisah dari pemiliknya. *Agency Relationship* atau hubungan keagenan adalah kontrak antara satu atau lebih orang (*principal*) dengan orang lain (*agent*) untuk bertindak menurut kepentingan mereka termasuk mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan kepada agen. Apabila kedua pihak (*principal* dan *agen*) diasumsikan memaksimalkan kepentingan pribadi (*utility maximizer*), terdapat alasan tepat bahwa agen tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan *principal*. Konflik ini berusaha diminimalkan melalui biaya keagenan (*agency cost*), yaitu penjumlahan dari biaya pengawasan (*monitoring expenditures*) oleh *principal*, biaya perikatan (*bonding cost*) oleh agen, dan kerugian residual (*residual loss*).

Principal mengeluarkan biaya pengawasan untuk meyakinkan bahwa agen telah bertindak sesuai dengan keinginannya (Jensen dan Meckling, 1976). Contoh biaya ini adalah adanya audit laporan keuangan yang dilakukan pihak luar dan dikirimkan ke pemilik. Biaya audit ini diasumsikan menjadi pengeluaran bagi *principal* karena bukan merupakan biaya operasional serta tambahan biaya ini akan mengurangi laba bersih perusahaan.

Biaya perikatan dikeluarkan oleh agen untuk meyakinkan bahwa bila agen telah mengambil keputusan yang optimal menurut sudut pandang *principal* maka dia akan mendapatkan kompensasi yang layak (Jensen dan Meckling, 1976). Kompensasi eksekutif salah satu bentuk dari biaya perikatan (*contracting cost*) oleh agen.

Jika masih terdapat perbedaan pandangan antara *principal* dan agen, maka akan terjadi konflik agensi. Ada beberapa cara untuk mengurangi konflik agensi, yaitu: melalui kompensasi eksekutif (Ho, *et al.*, 2004),

kebijakan struktur modal, dan kebijakan dividen (Kusuma dan Susanto, 2004).

Namun demikian ada banyak faktor yang mempengaruhi besarnya kompensasi eksekutif, terutama adalah karakteristik perusahaan (Gaver dan Gaver, 1993) dan set kesempatan investasinya (Farrel, *et al.*, 2008). Faktor-faktor penentu kompensasi ini merupakan salah satu bagian usaha pengawasan dari *principal*.

Bonus plan hypothesis (Hipotesis Rencana Bonus) menyatakan bahwa adanya bonus bagi agen akan dapat mengurangi biaya agensi. Namun demikian kontrak antara *principal* dan agen seringkali tidak dipublikasikan, sehingga peneliti menggunakan proksi untuk mengukur faktor-faktor yang mempengaruhi skema remunerasi. Hal ini penting untuk menyeimbangkan sisi baik dan sisi buruk skema kompensasi. Sistem kompensasi yang baik dapat membuat agen bertindak terbaik manajemen perusahaan atas nama *principal*. Sisi buruk skema remunerasi adalah yang membuat agen bertindak oportunistik atau mengalami tekanan yang sangat besar dari *principal* dalam melaksanakan tugasnya.

Ada beberapa hal yang dapat mempengaruhi besarnya kompensasi perusahaan antara lain karakteristik perusahaan. Karakteristik perusahaan dapat berupa ukuran perusahaan, penjualan perusahaan, serta set kesempatan investasi. Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) serta Ho, *et al.* (2004) telah menunjukkan terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan, penjualan perusahaan, serta set kesempatan investasi terhadap skema kompensasi perusahaan.

Karakteristik perusahaan dapat diukur dengan ukuran perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan semakin kompleks pula tugas manajemen puncak. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka semakin besar biaya agensi untuk melakukan pengungkapan guna mengurangi asimetri informasi antara *principal* dengan agen (Gaver dan Gaver 1993). Penelitian pada sampel negara-negara di dunia telah menunjukkan pengaruh antara ukuran perusahaan dengan kontrak remunerasi antara lain Jiang, *et al.* (2009) di Selandia Baru, Flemming dan Schaupp (2012) di Amerika Serikat, dan Liang, *et al.* (2015) di Cina. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis pertama dalam penelitian

ini adalah:

H_1 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap remunerasi eksekutif puncak

Penjualan mengindikasikan kondisi kesehatan suatu perusahaan (Smith dan Watts, 1992). Hal ini karena penjualan sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan. Flemming dan Schaupp (2012) menyatakan bahwa penjualan adalah faktor yang dominan menentukan insentif manajerial. Bonus berbasis kinerja seringkali terikat dengan besarnya penjualan. Hipotesis kedua berdasarkan penelitian tersebut di atas adalah:

H_2 : Penjualan perusahaan berpengaruh positif terhadap remunerasi eksekutif puncak

Set Kesempatan Investasi mencerminkan potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan. Semakin besar set kesempatan investasi maka semakin besar target kinerja pada kontrak remunerasi eksekutif. Semakin besar target kinerja umumnya akan semakin besar bonus yang didapatkan. Kallapur and Trombley (1999, 2001) menyatakan bahwa set kesempatan investasi pada jangka panjang akan menghasilkan pertumbuhan yang positif bagi perusahaan, dan semakin besar pertumbuhan perusahaan semakin besar bonus yang akan diterima oleh manajemen. Riset yang meneliti pengaruh antara kesempatan bertumbuh dengan skema remunerasi adalah Farrel, *et al.* (2008). Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

H_3 : Set Kesempatan Investasi perusahaan berpengaruh positif terhadap remunerasi eksekutif puncak

Power Theory, Skema Remunerasi dan Karakteristik Perusahaan

Power theory pada remunerasi eksekutif menyatakan bahwa besaran kompensasi manajerial lebih merupakan cerminan perilaku oportunistik dari pada kontrak agensi yang efisien (Scott, 2012:407). Hal ini karena manajemen puncak memiliki kekuatan yang sangat besar untuk memajemen perusahaan termasuk menentukan penggajiannya sendiri. Semakin berkuasa suatu eksekutif maka semakin besar gaji dan fasilitas yang akandapatkannya dari perusahaan.

Kekuasaan ini hanya dapat dibatasi melalui beberapa kondisi. Survei di Amerika Serikat menunjukkan bahwa semakin kecil kepemilikan institusional maka

semakin besar remunerasi manajemen puncak (Bebchuck, *et al.*, 2002). Hal ini berarti kepemilikan institusional dapat mengontrol besaran kompensasi manajerial.

Ho, *et al.* (2004) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memoderasi hubungan antara karakteristik perusahaan dengan skema kompensasi. Struktur kepemilikan diukur dengan kepemilikan manajemen membuat dualitas direktur utama sebagai pemilik dan manajer dapat mengurangi masalah pengawasan pada hubungan agensi. Berdasarkan kondisi di Indonesia di mana kepemilikan manajemen sulit untuk ditelusuri, maka penelitian ini menggunakan proksi kepemilikan institusional sebagai pengukur struktur kepemilikan. Bebchuck and Fried (2003) menyatakan bahwa manajer akan memiliki kekuasaan yang lebih kuat pada perusahaan yang kepemilikan institusionalnya rendah. Hal ini berarti kepemilikan institusional yang besar akan melemahkan kekuatan manajemen puncak untuk mendapatkan remunerasi yang besar. Farid, *et al.* (2011) menyatakan bahwa kepemilikan institusional sangat penting dalam penentuan besarnya kompensasi manajerial dalam bentuk kas. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis keempat, kelima dan keenam dalam penelitian ini adalah:

H_4 : Kepemilikan Institusional memoderasi secara negatif pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap remunerasi eksekutif puncak

H_5 : Kepemilikan Institusional memoderasi secara negatif pengaruh antara penjualan perusahaan terhadap remunerasi eksekutif puncak

H_6 : Kepemilikan Institusional memoderasi secara negatif pengaruh antara set kesempatan investasi perusahaan terhadap remunerasi eksekutif puncak

METODE

Obyek penelitian ini adalah perusahaan publik di Indonesia. Data diambil berdasarkan purposive sampling dengan kriteria:

- 1) Terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2011–2014.
- 2) Terdapat pada survei majalah Swa selama periode 2011–2014
- 3) Mempublikasikan Laporan Keuangan dan Laporan Tahunan secara lengkap selama periode

tersebut.

Data remunerasi CEO didapatkan dari survei Majalah Swa. Data *pooling* karakteristik perusahaan dan kepemilikan institusional diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan selama periode 2011–2014. Pengukuran variabel remunerasi top eksekutif dilakukan dengan menggunakan konsep yang dikembangkan oleh Subekti and Sumargo (2015) Logaritma remunerasi kas tahunan dewan komisaris dan dewan direksi; untuk variabel Ukuran perusahaan adalah Logaritma Natural dari Total Aset (Gaver dan Gaver 1993; dan Ho *et al.*, 2004); untuk variabel Penjualan diukur dengan menggunakan Logaritma Penjualan (Smith dan Watts, 1992); pengukuran variabel Set Kesempatan Investasi (A/V) diukur dengan menggunakan konsep Nilai Buku Total Aset dibagi total Nilai Pasar Ekuitas ditambah Nilai Buku Ekuitas yang dirujuk dari Smith dan Watts (1992); pengukuran variabel moderasi Struktur Kepemilikan dilakukan dengan membandingkan Kepemilikan Institusional dengan Total Kepemilikan, pengukuran tersebut merupakan modifikasi model Ho, *et al.* (2004).

Analisis data untuk menguji hipotesis satu hingga tiga dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Sementara itu untuk menguji model kedua dilakukan analisis regresi dengan variabel interaksi variabel independen dan variabel moderasi.

HASIL

Gambaran Umum Sampel Penelitian

Sampel terdiri atas 61 perusahaan publik yang selama 2011–2014 berada dalam daftar survei Bonus Eksekutif Majalah Swa. Selama 2011–2014 perusahaan sampel rata-rata membayar kompensasi kepada eksekutif puncak Rp117.657.847 per tahun; total aset

Rp51.454.516.163.129 per tahun, penjualan Rp 15.639.257.895.411 per tahun; dan kepemilikan institusional 65,9% per tahun. Kepemilikan institusional ini berupa kepemilikan pemerintah Republik Indonesia, Swasta, maupun keduanya. Terdapat 11 Badan Usaha Milik Negara atau kepemilikan institusional oleh Pemerintah Republik Indonesia dari 61 perusahaan sampel.

Hasil Statistik Deskriptif dan pengujian korelasi menunjukkan bahwa variabel-variabel yang dilakukan pengujian pada studi ini memiliki korelasi kecuali pada variabel set kesempatan investasi dan kepemilikan institusional dengan variabel remunerasi. Data rata-rata menunjukkan hasil data berdistribusi normal mengingat standar deviasi yang dihasilkan sangat kecil. Hasil lengkap statistik deskriptif tersaji pada Tabel 1.

Pengujian Hipotesis

Hasil analisis regresi untuk pengujian hipotesis dapat dilihat pada Tabel 2. Model 1 untuk menguji hipotesis 1-3. Uji F menunjukkan nilai 30,201 (dengan nilai *p-value* kurang dari 0,05) dan R^2 sebesar 0,275. Hal ini berarti model sangat tepat dan variabel independen mampu memprediksi 27,5% besaran remunerasi kas eksekutif puncak.

Hasil pengujian parsial menunjukkan tiga kesimpulan. Pertama, terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap remunerasi manajemen ($B = 0,078$; $t = 5,299$; $p = 0,00 < 0,05$). Hal ini berarti hipotesis 1 diterima. Kedua, terdapat pengaruh positif antara penjualan dengan kompensasi eksekutif ($B = 0,034$; $t = 2,827$; $p = 0,005 < 0,05$). Hal ini berarti hipotesis 2 diterima. Ketiga, tidak terdapat pengaruh set kesempatan investasi terhadap bonus direksi dan komisaris ($B = -0,005$; $t = -1,63$; $p = 0,104 > 0,05$). Hal ini berarti

Tabel 1. Statistik Deskriptif dan Analisis Korelasi

No.	Variabel	Rata-rata	Standar Deviasi	Y	X ₁	X ₂	X ₃
1	Remunerasi (Y)	10,894	0,346				
2	Ukuran (X ₁)	30,919	1,641	0,498*			
3	Penjualan (X ₂)	43,357	2,044	0,396*	0,572*		
4	Set Kesempatan Investasi (X ₃)	3,762	6,345	-0,117	-0,143*	0,153*	
5	Kepemilikan Institusional (X ₄)	0,659	0,201	-0,051	-0,119	-0,165*	0,146*

**p-value* < 0,05

Tabel 2. Analisis Regresi

	Model 1			Model 2			Model 3			Model 4		
	B	S.E.	t	B	S.E.	t	B	S.E.	t	B	S.E.	t
Intersep	7,029*	0,435	16,16	3,630*	0,981	3,701	4,687*	1,033	4,537	11,019*	0,095	115,812
Ukuran (X ₁)	0,078*	0,015	5,299	0,236*	0,032	7,413						
Penjualan (X ₂)	0,034*	0,012	2,827				0,144*	0,024	6,104			
Set Kesempatan Investasi (X ₃)	-0,005	0,003	-1,63							-0,025	0,018	-1,392
Kepemilikan Institusional (Z)				5,271*	1,201	4,388	4,551*	1,298	3,506	-0,139	0,134	-1,04
X ₁ *Z				-0,172*	0,039	-4,39						
X ₂ *Z							-0,106*	0,03	-3,496			
X ₃ *Z										0,023	0,022	1,071
Model R ²	0,275			0,304			0,198			0,02		
F	30,201*			35,000*			19,713*			1,592		

*p-value < 0,05

hipotesis 3 ditolak.

Pengujian model regresi 2 adalah untuk menguji hipotesis 4. Model kedua menggunakan variabel ukuran sebagai variabel independen, kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi, serta variabel remunerasi eksekutif puncak sebagai variabel dependen. Hasilnya model telah tepat (Nilai F 35,000; $p = 0,000 < 0,005$) dan mampu memprediksi 30,4% variabel independen ($R^2 = 0,304$). Model ini lebih baik dari model awal yang hanya mampu menjelaskan 27,5% variabel dependen. Interaksi antara ukuran perusahaan dengan kepemilikan institusional dapat membatasi kompensasi eksekutif ($B = -0,172$; $t = -4,39$; $p = 0,000 < 0,05$), hal ini berarti hipotesis keempat diterima.

Model regresi ketiga untuk menguji hipotesis kelima. Model ketiga menguji variabel penjualan sebagai variabel independen, remunerasi eksekutif puncak sebagai variabel dependen, dengan kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi. Hasilnya model dapat menjelaskan 19,8% variabel remunerasi dan memenuhi uji kelayakan model (Nilai F = 19,713; $p = 0,000 < 0,05$; $R^2 = 0,198$). Kepemilikan Institusional berinteraksi dengan penjualan dapat mengontrol besarnya kompensasi kas yang terima Dewan Direksi dan Komisaris ($B = -0,106$; $t = -3,496$; $p = 0,001 < 0,005$). Hal ini berarti hipotesis 5 diterima.

Model regresi keempat untuk menguji hipotesis keenam. Model keempat menguji variabel set kesempatan

investasi sebagai variabel independen, remunerasi eksekutif puncak sebagai variabel dependen, serta kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi. Hasilnya model tidak tepat dan tidak mampu menjelaskan variabel dependen (Nilai F = 1,592; $p \text{ value} = 0,192 > 0,05$). Hal ini berarti hipotesis 6 ditolak.

Analisis sensitivitas dan uji ketepatan data

Berdasarkan penelitian Ho, *et al.* (2004), penelitian ini memecah sampel untuk menguji sensitivitas dan ketepatan dari variabel moderasi. Seluruh sampel dibagi menjadi dua kategori berdasarkan kepemilikan institusional tinggi dan rendah. Hasilnya terdapat pada Tabel 3.

Dampak dari karakteristik perusahaan pada kompensasi eksekutif lebih tinggi pada kepemilikan institusional rendah ($F = 39,839$; $R^2 = 49,9\%$; $p = 0,000 < 0,05$) dibandingkan pada perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi ($F = 7,847$; $R^2 = 16,9\%$; $p = 0,000 < 0,05$). Ukuran dan penjualan memiliki dampak pada kompensasi eksekutif puncak pada kelompok kepemilikan institusional rendah. Namun demikian hanya ukuran yang berpengaruh terhadap bonus Dewan Direksi dan Komisaris pada kelompok kepemilikan institusional tinggi. Hal ini berarti kepemilikan institusional dapat membatasi pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pembayaran eksekutif

Tabel 3. Uji Sampel terpisah Kepemilikan Institusional Rendah dan Tinggi

	Rendah			Tinggi		
	B	S.E.	t	B	S.E.	t
Intersep	3.208*	0.729	4.401	9.155*	23.043	0.000
Ukuran (X ₁)	0.149*	0.022	6.772	0.048*	3.526	0.001
Penjualan (X ₂)	0.072*	0.017	4.21	0.006	0.865	0.389
Set Kesempatan Investasi (X ₃)	-0.016	0.01	-1.591	-0.004	-1.476	0.143
Model R ²	0.499			0.169		
F	39.839*			7.847*		

*signifikan < 0,05

puncak.

PEMBAHASAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif karakteristik perusahaan (ukuran dan penjualan) terhadap remunerasi direksi dan komisaris. Hal ini berarti semakin besar ukuran dan penjualan perusahaan, berarti semakin besar gaji eksekutif puncak. Hal ini berarti sebagian besar kontrak kompensasi eksekutif berdasarkan kinerja. Hal ini sesuai dengan Teori Agensi (Jensen dan Meckling, 1976).

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993), serta Ho, *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa karakteristik perusahaan berdampak terhadap kompensasi manajerial. Ukuran perusahaan memiliki dampak yang positif terhadap remunerasi eksekutif sesuai dengan penelitian Jiang, *et al.* (2009), Flemming dan Schaupp (2012), serta Liang, *et al.* (2015). Penjualan memiliki pengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif, hal ini sesuai dengan riset Flemming dan Schaupp (2012).

Set kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap skema kompensasi. Hal ini sesuai dengan penelitian Murtiet *al.* (2016) yang menyatakan bahwa selama periode penelitian emiten-emiten di Bursa Efek Indonesia mengalami pertumbuhan dilihat dari indikator keuangan, sekaligus risiko kegagalan pembayaran utang (*debt defaults*) juga meningkat. Hal ini yang menyebabkan set kesempatan investasi menimbulkan meningkatkan risiko keuangan sehingga tidak berpengaruh terhadap besaran remunerasi direksi dan komisaris.

Penelitian ini juga menemukan bukti bahwa kepe-

milikan institusional memiliki efek moderasi negatif terhadap hubungan antara karakteristik perusahaan dengan bonus eksekutif. Kepemilikan institusional yang tinggi dapat membatasi perilaku oportunistik direksi dan komisaris untuk memperoleh remunerasi kas yang setinggi-tingginya. Hal ini sesuai dengan *Power Theory* (Bebchuck dan Fried, 2003) serta penelitian Ho, *et al.* (2004).

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Kesimpulan penelitian yang dapat diperoleh dari hasil studi ini adalah bahwa Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap remunerasi eksekutif puncak pada konteks perusahaan publik. Penjualan perusahaan yang meningkat akan menyebabkan remunerasi eksekutif puncak yang meningkat pula. Studi ini menemukan hasil bahwa meskipun Set kesempatan investasi perusahaan tinggi nilai remunerasi eksekutif puncak tidak akan mengalami peningkatan.

Pengujian efek moderasi pada penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut. Kepemilikan Institusional memperlemah pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap remunerasi eksekutif puncak. Pengaruh antara penjualan perusahaan terhadap remunerasi direktur dan komisaris juga diperlemah oleh kepemilikan institusional. Namun demikian hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh set kesempatan investasi perusahaan terha-

dap remunerasi manajerial.

Keterbatasan Penelitian dan Saran

Keterbatasan penelitian ini adalah model utama hanya bisa memprediksi 19% hingga 27,5% variabel dependen remunerasi Dewan Direksi dan Komisaris. Saran bagi penelitian selanjutnya perlu untuk menambahkan variabel independen, mediasi ataupun moderasi untuk mampu meningkatkan angka prediksi yang lebih baik atas skema kompensasi eksekutif puncak.

DAFTAR RUJUKAN

- Bebchuck, L.A., J.M. Fried, and D.I. Walker. 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *The Universitas of Chicago Law Review*, 69:751-846.
- Bebchuck, L.A., dan J.M. Fried. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 No. 3, pp.71-92.
- Farid, M., V. Conte, H. Lazarus. 2011. Toward a General Model for Executive Compensation. *Journal of Management Development* 30:61-74.
- Farrel, K.A. and G.C. Friesen, P.L. Hersch. 2008. How Do Firm Adjust Director Compensation. *Journal of Corporate Finance* 14: 153-162.
- Flemming, A.S. and L.C. Schaupp. 2012. Factor Analysis of Executive Compensation Determinants: Survey Evidence from Executives and Non-Executive Investor. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 12:16-41.
- Gaver, J.J., and K.M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics* 16:125-160.
- Ho, S.S.M., K.C.K. Lam, and H. Sami. 2004. The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policies: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Corporate Finance* 10: 383-408.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3:305-360.
- Jiang, H., A. Habib, and Clive Smallman. 2009. The Effect of Ownership Concentration on CEO Compensation-Firm Performance Relationship in New Zealand. *Pacific Accounting Review* 21:104-131.
- Kallapur, S., and M.A. Trombley. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting* 26:505-519.
- Kallapur, S., and M.A. Trombley. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance*, 27:3-15.
- Keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-134/BL/2006 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan bagi emiten atau Perusahaan Publik.
- Kusuma, Hadri dan Erlan Susanto. 2004. *Efektivitas Mekanisme Bonding: Kasus Perusahaan-Perusahaan yang Dikontrol Komisaris Independen*. JAAI Vol. 8, No. 1, Juni. 23-41.
- Liang, H., and L. Renneboog, S.L. Sun. 2015. The Political Determinants of Executive Compensation: Evidence from an Emerging Economy. *Emerging Market Review* 23.
- Murti, A.P., N.A. Achsan, dan T. Andati. 2016. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Fleksibilitas Keuangan (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (Periode 2008-2012)). *Jurnal Aplikasi Manajemen (JAM)*, Vol. 14 No. 3, pp. 499-514.
- Peraturan Menteri BUMN No. Per-04/MBU/2014 tentang Pedoman Penetapan Penghasilan Direksi, Dewan Komisaris, dan Dewas Pengawas Badan Usaha Milik Negara.
- Pereira, I.N. 2015. Top Executive Compensation in Less Developed Capital Markets. *Corporate Governance*, 15: 122-133.
- Scott, W.R. 2013. *Financial Accounting Theory*. 6th Edition. Toronto: Pearson Canada, Inc.
- Smith, C.W. and R.L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 32:263-292.
- Subekti, I., and D.K. Sumargo. 2015. Family Management, Executive Compensation and Financial Performance of Indonesian Listed Companies. *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 211: 578-584.
- Undang-undang Republik Indonesia No. 40/ 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Undang-undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.