

Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kinerja Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan dan *Shareholder Payout* terhadap Kompensasi Eksekutif

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2016-2017)

Galih Gondo Kusumo
Program Studi Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
Jl. Brawijaya, Geblagan, Tamantirto, Kasihan, Bantul, Yogyakarta 55183
Phone/Fax: 0274 387656/0274 387646
E-mail address : galihgondo12@gmail.com

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of institutional ownership, company performance, company size, company growth and payout shareholders on executive compensation. This study uses a sample of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2016-2017. The sample selection method uses purposive sampling so that sampling is in accordance with the criteria of the researcher. In this study a sample of 120 companies. The analytical tool used is multiple regression analysis. The results of this study indicate that institutional ownership has no effect on executive compensation, company performance has a significant positive effect on executive compensation, firm size has a significant positive effect on executive compensation, firm growth has a significant positive effect on executive compensation, and payout shareholder does not affect executive compensation.

Keywords: Institutional Ownership, Company Performance, Company Size, Company Growth, Shareholder Payout and Executive Compensation.

PENDAHULUAN

Chief Executive Officer (CEO) merupakan posisi tertinggi dalam suatu perusahaan. CEO juga dapat dikatakan sebagai pihak yang dibayar paling tinggi dalam suatu perusahaan dan paling diperhatikan jika dibandingkan dengan jabatan yang lain. Tingginya tingkat kompensasi yang CEO dapatkan tentu tidak terlepas dari tingkat kinerjanya dalam suatu perusahaan, oleh karena itu pembahasan kompensasi sering terfokus pada kompensasi yang diterima oleh eksekutif. Kompensasi eksekutif di Indonesia pernah menjadi isu yang populer pada akhir tahun 2016, saat gaji Gubernur Bank Indonesia (BI) yang telah ditetapkan oleh

DPR RI tahun anggaran 2016 yaitu sebesar Rp. 194,19 juta per bulan, gaji tersebut lebih tinggi dua kali lipat dibandingkan gaji resmi Presiden RI yang hanya mencapai Rp. 62,74 juta per bulan (Gliemourinsie, 2017).

Supriyatna (2018) juga menjelaskan bahwa PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI) dalam rapat umum pemegang saham (RUPS) 2016 memberikan gaji dan kompensasi kepada 8 direksi sebesar Rp 37,21 miliar. Sementara pada RUPS tahun 2017 kompensasi yang diberikan kepada direksi mengalami kenaikan 3% sebesar Rp. 38,15 miliar. Sementara pada PT Bank Mandiri (Persero) Tbk (BMRI) memberikan gaji dan tunjangan kepada 11 dewan direksi sebesar Rp. 12,37 miliar ditahun 2016. Pada tahun 2017 besaran gaji dan kompensasi mengalami kenaikan 11% sebesar Rp. 30,99 miliar. Kenaikan kompensasi dipengaruhi oleh kinerja direksi semakin baik kinerjanya maka besaran kompensasi yang akan diterima pasti semakin tinggi.

(Supriyatna, 2018) menyatakan bahwa pada laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI pada tahun 2016 PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) memberikan gaji dan kompensasi kepada direksi sebesar Rp. 642,33 miliar. Pada tahun 2017 besaran gaji dan kompensasi yang diberikan direksi mengalami kenaikan 28% sebesar Rp. 829,124. Sementara pada PT Unilever Indonesia Tbk tahun 2016 memberikan gaji dan kompensasi kepada direksi sebesar Rp. 62,518 miliar. Pada tahun 2017 besaran gaji dan kompensasi yang diberikan kepada direksi mengalami kenaikan 21% sebesar Rp. 78,209 miliar.

Tingkat kompensasi eksekutif ini berhubungan langsung dengan tingkat kinerja suatu perusahaan tersebut. Menurut Lindianasari (2013) besarnya kompensasi yang diberikan tergantung dari bagaimana kinerja CEO dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa setiap bonus yang diberikan kepada CEO terdapat tanggungjawab yang besar pada perusahaan khususnya para pemegang saham. Pihak perusahaan bahkan

pihak luar akan menilai kinerja perusahaan seperti apa sehingga dapat ditentukan besaran kompensasi yang akan diberikan kepada CEO.

Suherman (2015) menyatakan besaran kompensasi yang diberikan kepada CEO berbeda dengan direksi yang lain, karena tanggungjawab CEO lebih berat dan lebih berisiko. Salah satu tugas dari seorang direksi adalah mengambil sebuah keputusan, menaikkan dan mempertahankan saham perusahaan agar perusahaan dapat dikenal baik oleh investor dan perusahaan lain. Pihak yang akan diuntungkan dalam kenaikan nilai saham perusahaan selain perusahaan itu sendiri, juga dewan direksi akan mendapatkan nama baik karena dia yang bertanggung jawab atas semua itu. Menurut Ghozali (2015) mengemukakan bahwa besar kecilnya kompensasi dipengaruhi oleh beberapa faktor. Faktor-faktor yang memengaruhi besarnya kompensasi tersebut diantaranya adalah: tingkat biaya hidup, tingkat kompensasi yang berlaku di perusahaan lain, kemampuan perusahaan, dan besar kecilnya tanggung jawab.

Penelitian Partasaraty, *et al* (2006) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif. Core (2012) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kompensasi. Hal ini dikarenakan peran kepemilikan institusi dalam melakukan pengawasan hampir sama dengan dewan komisaris independen. Sebagai pemegang saham, mereka dapat menentang rencana kompensasi eksekutif perusahaan, karena kepemilikan institusi memiliki wewenang yang berbeda dengan pemegang saham individual. Penelitian Eseihardt (2013) memperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kompensasi. Hal tersebut didukung lagi dengan penelitian Yamina & Mohamed (2017) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional terhadap kompensasi eksekutif.

Penelitian Mardiyati *et al.* (2013) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif. Penelitian Darmadi (2011) juga membuktikan

bahwa tidak adanya pengaruh positif antara kepemilikan institusional terhadap kompensasi eksekutif. Ditambah dengan penelitian Fitriawan, dkk (2015) membuktikan bahwa kepemilikan institusional tidaklah berpengaruh dengan besaran kompensasi yang diterima oleh para eksekutif.

Penelitian yang dilakukan oleh Fitriawan, dkk (2015) membuktikan bahwa kinerja perusahaan memiliki hubungan positif signifikan terhadap besaran kompensasi yang diberikan kepada eksekutif suatu perusahaan. Hal ini diperkuat dengan penelitian yang dilakukan oleh Pardede & Mardiyati (2016) menyatakan bahwa kinerja perusahaan secara signifikan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif didalam perusahaan.

Penelitian Core *et al* (2013) didukung oleh penelitian Ghazali (2015) memberikan hasil bahwa tidak terdapat pengaruh yang positif antara kinerja perusahaan terhadap besarnya kompensasi eksekutif. Penelitian yang dilakukan oleh Suherman, *et al* (2015) menyatakan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobin's q tidak berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif. Ditambah lagi penelitian Hadad (2012) menyimpulkan bahwa pengaruh antara kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif sangat bertolak belakang.

Penelitian Fernandes (2005) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif. Penelitian yang dilakukan Ulupui dan Siagian (2010) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara ukuran dan kompensasi eksekutif. Hasil penelitian Mardiyati dkk (2013) mengemukakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif. Fitriawan dkk (2015) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif.

Penelitian Chalmers dkk (2006) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif. Ulupui (2010) juga mengatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif. Siagian (2010)

menyatakan pertumbuhan perusahaan juga berpengaruh positif terhadap diduga kompensasi eksekutif .akan semakin besar jika pertumbuhan semakin tinggi.

Penelitian Zhang, (2012), Menyatakan salah satu indikator dalam menentukan kompensasi eksekutif perusahaan pada penelitian ini adalah dengan melihat dari sisi *shareholder payout*, yaitu menggunakan *dividend yield*. *Dividend yield* menggambarkan tingkat keuntungan investasi di suatu saham yang memiliki hubungan positif dalam menentukan insentif manajerial dalam *executive and director compensation*. Maka semakin besar keuntungan investasi *shareholder* di suatu saham akan memberikan tingkat kompensasi eksekutif yang besar juga, (Brown & Caylor, 2004).

Penelitian ini adalah pengembangan dari penelitian Ulupui dan Putri (2017) dimana perbedaan dengan penelitian tersebut menggunakan studi empiris pasar modal Indonesia pada tahun 2009-2011. Namun penelitian yang dilakukan penulis menggunakan studi empiris Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2016-2017 yang merupakan tahun terbaru. Selain itu dalam penelitian ini penulis menambahkan variabel *shareholder payout* sebagai variabel yang mempengaruhi terhadap pemberian kompensasi eksekutif.

Berdasarkan penjelasan yang telah di jabarkan secara detail diatas, peneliti tertarik untuk mengangkat judul penelitian ini mengenai **“Pengaruh kepemilikan Institusional, Kinerja Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan dan *Shareholder Payout* terhadap Kompensasi Eksekutif (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2016-2017)”**.

KAJIAN TEORI

Teori Keagenan (*agency theory*)

Agency Theory merupakan acuan dasar dalam menjelaskan hubungan antara kinerja perusahaan dengan kompensasi eksekutif. Menurut Jensen & Meckling (1976) hubungan keagenan adalah sebuah kontrak dimana prinsipal memerintah agen untuk melakukan jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen untuk mengambil keputusan yang terbaik bagi prinsipal.

Umi, dkk (2013) berpendapat bahwa teori ini mengasumsikan bahwa eksekutif bertindak atas kepentingan mereka sendiri, sehingga diperlukan mekanisme agar eksekutif dapat memerhatikan kepentingan pemegang saham dan mampu meningkatkan kinerja perusahaan, dengan demikian maka nilai perusahaan akan meningkat, kesejahteraan prinsipal juga akan mengalami peningkatan. Kompensasi merupakan cara untuk menyatukan perbedaan kepentingan pemegang saham dan manajer.

Kompensasi Eksekutif

Imbalan jasa yang diberikan oleh pemilik perusahaan berupa finansial dan non finansial kepada eksekutif perusahaan atas kinerja yang mereka hasilkan yaitu dapat diartikan sebagai kompensasi eksekutif. Kompensasi eksekutif dapat berupa gaji, bonus dan tunjangan, kompensasi ini dibuat bertujuan untuk mengurangi masalah agen dan principal dan juga memberikan motivasi agar dapat meningkatkan produktivitas dan etos kerja. Pemilik perusahaan harus memberikan kompensasi terhadap beban kerja yang diterima eksekutif, dimana keadilan dalam memberikan kompensasi membuat eksekutif memiliki kepuasan tersendiri atas apa yang dilakukan untuk memajukan perusahaan (Santosa, 2016).

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan pihak yang memonitor perusahaan dengan kepemilikan institusi yang besar (lebih dari 5%) mengidentifikasi kemampuannya untuk memonitor manajemen lebih besar (Faisal, 2014). Adanya kepemilikan institusional disuatu perusahaan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja

manajemen (Merslythalia dan Lasmana, 2016). Pihak institusional yang menguasai saham lebih besar dari pemegang saham lainnya maka dapat melakukan pengawasan lebih besar terhadap kebijakan manajemen sehingga manajemen akan menghindari perilaku yang akan merugikan pemegang saham dan melindungi investasi mereka dalam perusahaan.

3. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah faktor yang menunjukkan efektivitas dan efisien perusahaan dalam mencapai target perusahaan dan juga sesuatu yang dihasilkan perusahaan dalam jangka waktu tertentu atau periode tertentu sesuai dengan standar yang ditetapkan oleh perusahaan (Bizjak, 2013). Kinerja perusahaan diukur guna menilai hasil yang dicapai. Kinerja perusahaan akan optimal jika semua divisi berkerja dengan baik. Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan rasio profitabilitas yang berupa *Return on Asset (ROA)*.

Return on Asset (ROA) merupakan alat untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Rasio ini memberikan informasi bersarnya laba yang diperoleh dari jumlah aset. Semakin tinggi angka rasionya akan semakin tinggi biaya yang dikembalikan dari jumlah aset perusahaan menjadi keuntungan. Sehingga, semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan maka semakin baik kinerja perusahaan (Mardiyanti *et al*, (2013).

4. Firm Size (Ukuran Perusahaan)

Firm Size dapat diklasifikasikan sebagai besar kecilnya ukuran perusahaan dengan berbagai cara, antara lain total aktiva, log size, nilai pasar saham, dan lain-lain. Dalam menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aktiva besar akan digolongkan sebagai perusahaan besar yang akan memperoleh lebih banyak perhatian dari berbagai pihak, (Fitriawan dkk, 2015).

Dari pihak internal jika perusahaan yang memiliki total aset besar maka pihak internal berusaha untuk mempertahankan asetnya atau meningkatkan asetnya, sedangkan dari pihak eksternal jika perusahaan memiliki aset yang besar maka investor akan tertarik untuk

berinvestasi. (Ulupui dkk, 2017). *Firm size* juga menentukan tingkat kepercayaan investor dalam menanamkan modalnya. Semakin besar suatu perusahaan, semakin mudah perusahaan mendapatkan informasi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

5. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan adalah dampak arus kas dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha (Helfert, 1997). Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik.

Helfert (1997), menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (badan usaha) memerlukan komitmen pendanaan yang permanen dan terus meningkat. Situasi ini akan berlawanan pada saat pola penurunan. Begitu penjualan (jasa atau barang) menurun manajemen harus berhati-hati dalam menurunkan operasi, dan modal kerja.

6. Shareholder Payout

Pemegang saham (*shareholder*) adalah seseorang atau badan hukum yang secara sah memiliki satu atau lebih saham pada perusahaan. *Agency Theory* menyatakan bahwa tanggung jawab yang paling mendasar dari direksi adalah bertindak untuk kepentingan meningkatkan nilai (*value*) dari pemegang saham. Jika perusahaan memperhatikan kepentingan pemasok, pelanggan, karyawan, dan lingkungannya, maka *value* yang didapatkan oleh pemegang saham semakin sedikit, sehingga berjalannya pengurusan oleh direksi harus mempertimbangkan kepentingan pemegang sahamnya untuk memastikan kesehatan perusahaan dalam jangka panjang, termasuk peningkatan *value* pemegang saham (Smerdon dalam Sutedi, 2011).

1. Hubungan Kepemilikan Institusional dan Kinerja Perusahaan

Agency theory mengasumsikan bahwa eksekutif bertindak atas kepentingan mereka sendiri, maka diperlukan mekanisme agar eksekutif tidak mengabaikan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan institusional yang besar merupakan mekanisme yang mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja eksekutif. Kepemilikan institusional yang besar cenderung memotivasi eksekutif untuk terus meningkatkan produktivitasnya sehingga kompensasi yang diterima juga semakin besar (Merslythalia dan Lasmana, 2016). Menurut Umi, dkk (2013) kepemilikan institusional yang besar akan meningkatkan kompensasi eksekutif yang besar pula.

H₁ : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif.

2. Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Kompensasi Eksekutif

Kinerja perusahaan merupakan salah satu basis yang digunakan untuk mengukur prestasi suatu perusahaan pada periode waktu tertentu (Suherman, 2013). Menurut Wicaksono, dkk (2017) perusahaan akan dinilai memiliki kinerja yang baik apabila pihak eksekutif pada perusahaan mampu meningkatkan laba bersih perusahaan, sehingga jaminan kompensasi yang diterima oleh eksekutif juga akan sebanding dengan apa yang dihasilkan. Hal tersebut didukung dengan *agency theory* oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan performa yang baik akan memperoleh kompensasi yang tinggi dengan tujuan memotivasi eksekutif agar bekerja lebih giat dan memajukan perusahaan. Pemberian kompensasi menjadi salah satu cara pemilik perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan yang seringkali terjadi dalam perusahaan yang disebabkan asimetri informasi.

H₂ : Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif.

3. Pengaruh Firm Size terhadap Kompensasi Eksekutif

Firm size merupakan besar atau kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur melalui total aset yang dimilikinya. Kebanyakan perusahaan yang lebih besar yang memiliki total aset besar cenderung memiliki kemampuan untuk memberikan kompensasi yang lebih tinggi kepada pihak eksekutifnya (Umi dan Aditya, 2013). Perusahaan dengan total aset yang besar memiliki alokasi dana untuk memberikan kompensasi eksekutif dapat berupa finansial maupun non finansial (Wicaksono, 2017). Hal ini sejalan dengan teori agensi oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa pemberian kompensasi yang tinggi oleh prinsipal akan menuntut agen untuk memaksimalkan kinerjanya dalam mencapai tujuan perusahaan.

H₃: Firm Size berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif

4. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kompensasi Eksekutif

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi membayar kompensasi yang lebih besar bentuk kompensasi total. Juga, Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi juga meningkat proporsi kompensasi kontingen seperti itu dalam bentuk bonus, opsi saham dan panjang rencana performance jangka panjang (Elloumi dan Gueyie, 2001). Chalmers dkk. (2006) menemukan yang positif berpengaruh pada pertumbuhan perusahaan dengan total kompensasi. Ulupui dan Siagian (2010) juga menemukan efek positif.

H₄: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dengan kompensasi eksekutif.

5. Pengaruh Shareholder Payout terhadap Kompensasi Eksekutif

Salah satu indikator dalam menentukan kompensasi eksekutif perusahaan pada penelitian ini adalah dengan melihat dari sisi *shareholder payout*, yaitu menggunakan *dividend yield* (Zhang, 2012). *Dividend yield* menggambarkan tingkat keuntungan investasi di suatu saham yang memiliki hubungan positif dalam menentukan insentif manajerial dalam *executive and director compensation* (Brown & Caylor, 2004). Maka semakin besar keuntungan investasi *shareholder* di saham akan memberikan tingkat kompensasi eksekutif yang besar juga. Dengan

demikian apabila keuntungan *shareholder* semakin tinggi maka besaran kompensasi yang akan diterima oleh eksekutif juga akan semakin tinggi.

H5 : Shareholder payout berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif.

METODE PENELITIAN

Obyek / Subyek Penelitian

Populasi merupakan daerah generalisasi dari objek maupun subjek yang memiliki kuantitas serta karakteristik yang sudah menjadi ketetapan peneliti untuk dipelajari dan dapat ditarik kesimpulan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2016-2017.

A. Jenis Data

Jenis data yang digunakan adalah data yang berupa data sekunder, data yang diperoleh dari www.idx.co.id.

B. Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dengan kriteria tertentu. Kriteria tersebut meliputi:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2016-2017 dan menyampaikan laporan keuangan,
2. Penyajian laporan keuangan dalam mata uang rupiah,
3. Perusahaan manufaktur yang mencantumkan total kompensasi dalam *annual report* tahun 2016-2017,
4. Perusahaan manufaktur yang mencantumkan deviden dalam *annual report* tahun 2016-2017,
5. Perusahaan yang menyediakan item yang dibutuhkan dalam pengukuran variabel penelitian pada periode 2016-2017.

C. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dilakukan pada data yang telah diarsip. Pengumpulan data dilakukan dengan mengambil data yang telah di arsipkan oleh Bursa Efek Indonesia.

TEKNIK PENGOLAHAN DAN ANALISIS DATA

Persamaan model regresi analisis jalur yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{COMP} = \alpha + \beta_1\text{KEPMIN} + \beta_2\text{KINP} + \beta_3\text{SIZE} + \beta_4\text{GROWTH} + \beta_5\text{SHAREHOLDER} + \varepsilon$$

Keterangan:

COMP	= Kompensasi Eksekutif
α	= Konstanta
$\beta_1 - \beta_5$	= Koefisien Regresi
$\beta_1\text{KEPMIN}$	= Kepemilikan institusional
$\beta_2\text{KINP}$	= Kinerja Perusahaan
$\beta_3\text{SIZE}$	= Ukuran Perusahaan
$\beta_4\text{GROWTH}$	= Pertumbuhan Perusahaan
$\beta_5\text{SHAREHOLDER}$	= Pemilik Saham
ε	= <i>Error</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu 2 tahun dari tahun 2016-2017. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dengan menggunakan kriteria-kriteria tertentu. Berikut ini adalah kriteria penentuan sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 4.1

Penentuan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2016-2017	381
Perusahaan yang tidak menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah	(88)

Perusahaan manufaktur yang tidak mencantumkan total kompensasi yang diterima eksekutif di <i>annual report</i> tahun 2016-2017	(19)
Perusahaan manufaktur yang tidak mencantumkan deviden pada tahun 2016-2017	(29)
Perusahaan sektor manufaktur tidak memiliki data lengkap yang dibutuhkan dalam penelitian selama dua tahun yaitu periode 2016-2017	(125)
Jumlah sampel yang diolah	120

Tabel 4.1 menunjukkan bahwa jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2016-2017 sebanyak 381 perusahaan. Berdasarkan kriteria *purposive sampling* yang telah ditentukan maka disimpulkan data yang dapat digunakan sebagai sampel penelitian ini sebanyak 120 perusahaan.

B. Uji Kualitas Data

1. Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini disajikan pada tabel berikut :

Tabel 4.2

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Median
INST	120	0,006	0,957	0,6218	0,259771	0,706
KINP	120	-0,220	0,530	0,8974	0,117450	0,062
SIZE	120	92041	381631189	20863231	49292615	490195796
GROWTH	120	-1,000	0,559	0,6022	0,496804	-0,889
DIV	120	0,002	0,410	0,7622	0,95622	0,033
COMP	120	847440	292000000	39274822	54147800	17125050
Valid N	120					

Berdasarkan Tabel 4.2, data yang digunakan sebagai sampel penelitian ini adalah 120 sampel perusahaan manufaktur. Variabel Kepemilikan Institusional (INST) memiliki nilai minimum sebesar 0,006 yang dimiliki oleh perusahaan PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk (GDST) pada tahun 2016 nilai maximum sebesar 0,957 PT Wijaya Karya Beton Tbk (WTON) pada tahun 2017 nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,62410 < 0,706 (median) hal

tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham di suatu perusahaan yang dimiliki institusional relatif rendah.

Variabel Kinerja Perusahaan (KIN) memiliki nilai minimum sebesar -0,220 yang dimiliki oleh perusahaan PT Mayora Indah Tbk (MYOR) pada tahun 2016 nilai maximum sebesar 0,530 yang dimiliki oleh perusahaan PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) pada tahun 2017 nilai rata-rata (mean) sebesar $0,8974 > 0,062$ (median) hal tersebut menunjukkan bahwa Kinerja Perusahaan pada perusahaan manufaktur sudah cukup tinggi.

Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE) memiliki nilai minimum sebesar 92041 yang dimiliki oleh perusahaan PT Primarindo Asia Infrastructure Tbk (BIMA) pada tahun 2016 nilai maximum sebesar 381631189 yang dimiliki oleh perusahaan PT Semen Indonesia (persero) Tbk (SMGR) pada tahun 2017 nilai rata-rata (mean) sebesar $20863231 < 490195796$ (median) hal tersebut menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan pada perusahaan manufaktur relatif rendah.

Variabel Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH) memiliki nilai minimum sebesar -1,000 yang dimiliki oleh perusahaan PT Intanwijaya Internasional Tbk (INCI) pada tahun 2016 nilai maximum sebesar 0,559 yang dimiliki oleh perusahaan PT Voksel Electric Tbk (VOKS) pada tahun 2017 nilai rata-rata (mean) sebesar $0,60226 > -0,889$ (median) hal tersebut menunjukkan pertumbuhan pada perusahaan manufaktur sudah cukup tinggi.

Variabel Shareholder Payout memiliki nilai minimum sebesar 0,002 yang dimiliki oleh perusahaan PT Semen Baturaja (persero) Tbk (SMBR) tahun 2017 nilai maximum sebesar 0,410 yang dimiliki oleh perusahaan PT Mandon Indonesia Tbk (TCID) pada tahun 2017 nilai rata-rata (mean) sebesar $0,7622 > 0,033$ (median) hal tersebut menunjukkan shareholder payout pada perusahaan manufaktur sudah cukup tinggi.

Variabel Kompensasi Eksekutif (COMP) memiliki nilai minimum sebesar 847440 yang dimiliki perusahaan PT Gudang Faram Tbk (GGRM) pada tahun 2016 nilai maximum sebesar 292000000 yang dimiliki perusahaan PT Budi Starch & Sweetener Tbk (BUDI) pada tahun 2016 nilai rata-rata (mean) sebesar 39274822 > 17125050 (median) hal tersebut menunjukkan bahwa kompensasi yang diberikan pada eksekutif di perusahaan manufaktur cukup tinggi.

2. Uji Asumsi Klasik

Pengujian kualitas instrument dan data dilakukan dengan menggunakan asumsi klasik. Dalam penelitian ini terdapat satu persamaan regresi oleh sebab itu akan saya sajikan hasil pengujian kualitas datanya.

a) Uji Normalitas

Hasil pengujian normalitas disajikan dalam Tabel 4.3.

Tabel 4.3
Uji Normalitas

Asymp. Sig. (2-tailed)	0,896
------------------------	-------

Tabel 4.3 menunjukkan bahwa nilai Asymp. Sig. (2-tailed) yang didapatkan dari pengujian normalitas diatas adalah sebesar 0,896 yang menunjukkan nilai data lebih besar dari tingkat signifikansi > 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa residual berdistribusi normal.

b) Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi berfungsi untuk menguji apakah dalam model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan

melakukan uji Durbin-Watson. Data bebas dari autokorelasi jika $DU < DW < (4 - DU)$. Hasil pengujian disajikan dalam Tabel 4.4.

Tabel 4.4
Uji Auto Korelasi

Durbin – Watson	1,874
-----------------	-------

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa nilai D-W sebesar 1,874, sedangkan nilai tabel yaitu 1,7896 (dU). Nilai $dU < D-W < 4-dU$ yaitu $1,7896 < 1,8674 < 2,2104$. Dengan demikian hasil pengujian tersebut membuktikan bahwa model regresi tidak mengandung autokorelasi.

c) Uji Multikolinieritas

Pengujian kedua adalah uji multikolinieritas, untuk mendeteksi multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance factors* (VIF). Jika nilai TOL (*tolerance*) $> 0,10$ dan nilai VIF < 10 maka model dinyatakan tidak bersifat multikolinieritas (Basuki dan Nazaruddin, 2015). Hasil pengujian multikolinieritas disajikan dalam Tabel 4.5:

Tabel 4.5
Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
INST	0,983	1,017	Tidak terjadi multikolinieritas
KINP	0,956	1,047	Tidak terjadi multikolinieritas
SIZE	0,951	1,051	Tidak terjadi multikolinieritas
GROWTH	0,982	1,018	Tidak terjadi multikolinieritas
DIV	0,996	1,004	Tidak terjadi multikolinieritas

Tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* semua variabel independen dalam penelitian ini lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF pada variabel penelitian lebih kecil dari 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian tidak bersifat multikolinieritas.

d) Uji Heteroskedastisitas

Pengujian keempat merupakan pengujian heteroskedastisitas, di mana dalam pengujian ini menggunakan uji Glejser dengan kaidah jika nilai signifikansinya $> 0,05$ maka tidak bersifat heteroskedastisitas (Basuki dan Nazaruddin, 2015). Hasil pengujian disajikan dalam Tabel 4.6.

Tabel 4.6
Uji Heterokedastisitas

Variabel	Sig	Keterangan
INST	0,174	Tidak terjadi heterokedastisitas
KINP	0,155	Tidak terjadi heterokedastisitas
SIZE	0,131	Tidak terjadi heterokedastisitas
GROWTH	0,556	Tidak terjadi heterokedastisitas
DIV	0,453	Tidak terjadi heterokedastisitas

Pada tabel 4.6 menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai sig lebih besar dari nilai signifikansinya (0,05), dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data penelitian tidak mengandung heterokedastisitas.

A. Hasil Penelitian (Uji Hipotesis)

1. Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R Square*)

Uji koefisien determinasi dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui seberapa besar seluruh variabel independen dalam penelitian mampu menjelaskan variabel dependen. Hasil uji koefisien determinasi dalam penelitian ini tampak pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Adjusted R Square	0,158
-------------------	-------

Berdasarkan Tabel 4.7 tampak bahwa hasil uji koefisien determinasi yang dilakukan menghasilkan nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,158 atau 15,8% yang berarti bahwa dalam penelitian ini variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen sebesar (100% - 84,2%) 15,8% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.

2. Uji Statistik F

Uji F dalam regresi linear berganda menunjukkan bahwa ada tidaknya pengaruh variabel independen secara simultan/keseluruhan terhadap variabel dependen (Basuki dan Nazaruddin, 2015). Dalam hal ini bertujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh kepemilikan institusional, kinerja perusahaan, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan *shareholder payout* secara keseluruhan terhadap kompensasi eksekutif. Adapun cara pengujian dalam uji F ini, yaitu dengan menggunakan suatu tabel yang disebut dengan tabel ANOVA (Analysis of Variance) dengan melihat nilai signifikansi ($\text{Sig} < 0,05$ atau 5 %).

Berdasarkan Tabel 4.8 nilai F hitung diperoleh 5,473 dengan tingkat signifikansi 0,000. Karena tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen yaitu kepemilikan institusional, kinerja perusahaan, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan *shareholder payout* berpengaruh secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel dependen yaitu kompensasi eksekutif dan model regresi penelitian ini dapat dikatakan valid atau layak.

3. Uji Parsial (Uji t Statistik)

Hasil uji parsial dalam penelitian ini tampak pada Tabel 4.8.

Tabel 4.8
Hasil Uji Parsial

	Unstandardized Coefficients (B)	T	Sig.	Kesimpulan
(constant)	2,044	9,640	0,000	

INST	0,025	1,851	0,067	Ditolak
KINP	0,229	2,270	0,025	Diterima
SIZE	0,264	3,689	0,000	Diterima
GROWTH	0,077	2,297	0,023	Diterima
SHARE	0,161	1,333	0,185	Ditolak
F hitung	5,473			
Sig F	0,000			
Adjusted R Square	0,158			

Berdasarkan Tabel 4.8 dapat dirumuskan model regresi sebagai berikut:

$$\text{COMP} = \alpha + 0,025\text{KEPMIN} + 0,229\text{KINP} + 0,264\text{SIZE} + 0,077\text{GROWTH} + 0,161\text{SHAREHOLDER} + \varepsilon$$

Berdasarkan Tabel 4.8 juga akan dijelaskan hasil pengujian seluruh hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

a. Pengujian Hipotesis Satu (H₁)

Berdasarkan hasil uji parsial, variabel independen yaitu kepemilikan institusional memiliki nilai sig sebesar $0,067 > \alpha (0,05)$ dengan arah regresi positif yaitu 0,025 yang berarti variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif. Dengan demikian hipotesis pertama (H₁) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif tidak signifikan terhadap pengungkapan kompensasi eksekutif dinyatakan **ditolak**.

b. Pengujian Hipotesis Dua (H₂)

Berdasarkan hasil uji parsial, variabel independen yaitu kinerja perusahaan memiliki nilai sig sebesar $0,025 < \alpha (0,05)$ dengan arah regresi positif yaitu 0,229 yang

berarti variabel kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Dengan demikian hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif dinyatakan **diterima**.

c. Pengujian Hipotesis Tiga (H_3)

Berdasarkan hasil uji parsial, variabel independen yaitu ukuran perusahaan memiliki nilai sig sebesar $0,000 < \alpha (0,05)$ dengan arah regresi positif yaitu 0,264 yang berarti variabel ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif. Dengan demikian hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif dinyatakan **diterima**.

d. Pengujian Hipotesis Empat (H_4)

Berdasarkan hasil uji parsial, variabel independen yaitu pertumbuhan perusahaan memiliki nilai sig sebesar $0,023 < \alpha (0,05)$ dengan arah regresi positif yaitu 0,077 yang berarti variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Dengan demikian hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif dinyatakan **diterima**.

e. Pengujian Hipotesis Lima (H_5)

Berdasarkan hasil uji parsial, variabel independen yaitu *shareholder payout* memiliki nilai sig sebesar $0,185 < \alpha (0,05)$ dengan arah regresi positif yaitu 0,161 yang berarti variabel *shareholder payout* tidak berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif. Dengan demikian hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa *shareholder payout* berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif dinyatakan **ditolak**.

Tabel 4.9
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Keterangan	Hasil
H1	Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif	Ditolak
H2	Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif	Diterima
H3	Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif	Diterima
H4	Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif	Diterima
H5	Shareholder Payout berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif	Ditolak

PENUTUP

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, kinerja perusahaan, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan *shareholder payout* terhadap kompensasi eksekutif pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2016-2017. Berdasarkan olah data, sampel yang memenuhi kriteria berjumlah 120 perusahaan dengan menggunakan regresi linier berganda. Berdasarkan hasil hipotesis dan pembahasan yang telah diuraikan tersebut, dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif,
2. Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif,
3. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif,
4. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi eksekutif,
5. *Shareholder payout* tidak berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif.

A. Saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah dijabarkan diatas, maka saran-saran yang diajukan penulis sebagai berikut:

1. Penelitian yang akan datang dapat menggunakan rentang tahun yang lebih baru, seperti memasukkan laporan keuangan tahun 2018,
2. Peneliti selanjutnya dapat memperluas lingkup penelitian, yaitu menggunakan sektor lain, selain manufaktur,
3. Penelitian yang akan datang dapat menambahkan variabel baru seperti, motivasi, risiko, sehingga lebih melengkapi variabel yang belum dijelaskan.

B. Keterbatasan

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh peneliti, maka keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Sampel perusahaan yang diambil hanya terbatas pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2017 saja,
2. Penelitian ini hanya mampu menjelaskan 15,8% sehingga belum mampu menjelaskan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif,
3. Beberapa sampel perusahaan masih banyak yang menggunakan mata uang selain rupiah dalam pembuatan laporan keuangannya sehingga mengurangi sampel dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbasi, M. et al. (2012). Impact of Corporate Governance Mechanism on Firm Value: Evidence From The Food Industry in Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 5(2), 4712–4721.
- Agustina, L., & Noviri, S. (2013). Pengaruh Return On Asset (ROA), Earning Per Share (EPS), dan Tingkat Suku Bunga SBI Terhadap Harga Saham (Studi Pada Indeks LQ45 Tahun 2010) . *Jurnal Akuntansi*, 5 (1):1-23.
- Agung, R, & Njuguna, A. (2015). “Relationship between Board Remuneration and Financial Performance in the Kenyan Financial Services Industry.” *International Journal of Financial Research*, 7(2): 247-255.
- Basuki, Agus Tri dan Nazaruddin, Ietje, 2015, *Analisis Statistik dengan SPSS*. Edisi Pertama, Cetakan Kedua, Yogyakarta, Danisa Media.
- Chalmers, K., Koh, PS, & Stapledon, G.(2006). The determinants of CEO compensation:

- Rent extraction or labour demand *British akuntansi review*, 38 (3), 259-275.
- Core, J.E., Holthausen, R.W., dan Larcker, D.F. (2014). "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*, 51(3): 371- 406.
- Darmadi, S. (2011). The Determinants of Boards Compensation: Evidence from Indonesia. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 14.
- Darwis, H. (2009). Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 1(3): 418.
- Eishehardt, N.C., Werbel, J.D., and Shrader, C.B. (2013). "Board of director diversity and firm financial performance." *Corporate Governance*, 11(2): 102-111.
- Elloumi, F., & Gueyié, JP (2001). CEO compensation, IOS and the role of corporate pemerintahan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 1 (2),23-33.
- Elston, Julie Ann and Lawrence G. Goldberg. 2001. Executive Compensation and Agency Cost in Germany, <http://ssrn.com> (Diakses pada 1 Februari 2012)
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of "independent" board members. *Jurnal dari imultinational financial management*,18 (1), 30-44.
- Fitriawan, Rama, and Gatot N. Ahmad. (2015). "Pengaruh Kinerja Perusahaan, Kepemilikan Institusi, dan Komisaris Independen terhadap Total Kompensasi: *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 12.
- Ghozali Rr Diana. A. dan Fuad. (2015). "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kinerja, dan Resiko terhadap Kompensasi Eksekutif." *Diponegoro Journal and Accounting*, 4(2): 1-10.
- Glienmourinsie, D. (2017). "Gaji Presiden dibawah Gaji Gubernur BI." <https://ekbis.sindonews.com>. Diakses tanggal 3 Oktober 2018, pk 15.30 WIB.
- Hadad, I. (2012). "Is there a Relation between CEO Remuneration and Banks Size and Performance." *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(1):272-285.
- Hanafi dan M, Abdul Harto. (2014). "*Analisis Laporan Keuangan*." Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Lindianasari. (2013). Corporate Growth and CEO Compensation: Case from Indonesia. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 25–37.

- Mardiyati, U., Devi, M. S., & Suherman. (2013). Pengaruh Kinerja Perusahaan, Corporate Governance, dan Shareholder Payout Terhadap Kompensasi Eksekutif (The Impact of firms performance, Corporate governance, and shareholder payout on executives compensation). *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 4(2), 167–183.
- Merslythalia dan Lasmana, Somya Mienati. (2016). “Pengaruh Kompetensi Eksekutif, Ukuran Perusahaan, Komisaris Independen, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kompensasi Eksekutif.” *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 11(2): 193-206.
- Partasaraty, Aditya, Khrisnakumar Menon, and D. B. (2006). Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance: An Empirical Analysis. *Journals Economic and Political Weekly*, 4(1): 4139- 4147.
- Santosa, B. G. (2014). Pengaruh pertumbuhan perusahaan dan mekanisme corporate governance terhadap kompensasi CEO. Diss. Widya Mandala Catholic University. *Diponegoro Journal of Accounting*.
- Suherman, Fitriawan Rama, and Ahmad Gatot N. (2015). “Pengaruh Kinerja Perusahaan, Kepemilikan Institusi, dan Komisaris Independen terhadap Total Kompensasi: Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di LQ45 tahun 2009-2012.” *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 13(3): 516-526.
- Suherman, Pardede, Y. Y. P., & Mardiyati, U. (2016). Pengaruh kinerja perusahaan, Corporate Governance dan Karakteristik Eksekutif Terhadap Kompensasi Eksekutif. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(1), 1–9.
- Supriyatna, I. (2018). "Intip Gaji Direksi dan Komisaris Bank BUMN." <https://kompas.com>. Diakses 3 November 2018, pk 10.15 WIB.
- Ulupui & Siagian. (2010). Corporate governance, struktur kepemilikan, dan kompensasi Kompensasi eksekutif perusahaan-perusahaan di BEI. *Jurnal dari Finance and Banking*.
- Umi, M. dkk. (2013). Pengaruh Kinerja Perusahaan, Corporate Governance, dan Shareholder Payout Terhadap Kompensasi Eksekutif. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, Vol.4, No. 2.
- Wicaksono, K. Y. (2017). “Pengaruh Kinerja Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kompensasi Eksekutif.” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 12(1): 19-36.
- Widyati. (2013). Pengaruh Dewan Direksi, Komisaris Independen, Komite Audit, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol. 1, No. 1.
- Zhang, Dan. 2012. Managerial Dividend - Paying Incentives, (Diakses pada 4 Februari 2019)