

Pengaruh Kompensasi Eksekutif terhadap Hutang : Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Indeks Kompas100

Suherman

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Jakarta
suherman@feunj.ac.id

Abstract

The aim of this research is to determine the effect of compensation received by directors (executives) on debt. Sample of this research covers 47 firms listed on Kompas100 index from 2011 until 2015 (there are 218 observations). Controlling for size of firm, firm growth, profitability, liquidity, and structure of asset, the result shows that compensation positively and significantly affects capital structure. This result implies that executives compensated highly are willing to increase stock price volatility and engage in risk taking decisions.

Keywords : *Capital Structure, Compensation, Debt*

PENDAHULUAN

Konflik keagenan dapat terjadi disebabkan adanya hubungan keagenan antara pemegang saham dengan pihak manajemen perusahaan. Konflik ini dapat dikurangi dengan mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan kedua pihak tersebut. Namun ini akan menimbulkan biaya baru yang disebut sebagai biaya keagenan (Daud *et al*, 2015). Tata kelola perusahaan muncul sebagai rangkaian mekanisme yang memberikan arah dan kontrol kepada perusahaan agar supaya perusahaan berlangsung sesuai dengan kepentingan *stakeholders* (CGPI, 2012). Tata kelola perusahaan yang baik akan meninggikan kinerja perusahaan, tidak hanya dengan memotivasi manajemen untuk meningkatkan kekayaan *shareholders* dan mempertahankan budaya perusahaan tetapi juga dengan meminimalkan biaya modal (Seikh dan Wang, 2012).

Salah satu karakteristik dari *corporate governance* adalah remunerasi atau kompensasi dewan direksi. Kinerja manajemen agar dapat bekerja dengan baik

bisa distimulasi dengan kompensasi yang layak dan sesuai dengan kinerjanya. Dengan adanya kompensasi yang layak maka peluang manajer untuk memperkaya dirinya sendiri (*moral hazard*) akan semakin kecil. Menurut Sayidah (2012) ada beberapa mekanisme yang dapat dipakai untuk mengendalikan konflik keagenan yaitu dengan perencanaan program kompensasi. Ada tiga kategori yang bisa dilakukan yaitu kompensasi yang tidak didasarkan pada kinerja perusahaan (gaji, pensiun, dan asuransi), kompensasi yang tidak didasarkan pada ukuran pasar dari kinerja perusahaan (saham preferen, opsi saham diantaranya), dan kompensasi yang didasarkan pada ukuran kinerja data akunting (bonus, unit kinerja, dan segmen kinerja).

Biaya keagenan dapat diminimalisir dengan melakukan pendanaan hutang, karena dengan menggunakan hutang manajer akan senantiasa diawasi oleh kreditor untuk mendapatkan jaminan bahwa perusahaan dapat melunasi hutangnya. Dengan melakukan pendanaan hutang maka pihak manajemen perusahaan tidak akan bekerja

untuk memenuhi kepentingannya sendiri tetapi akan bekerja secara optimal supaya perusahaan tidak mengalami kebangkrutan karena gagal melunasi hutang. Selain itu, penggunaan hutang meningkatkan probabilitas kebangkrutan dan konsekuensi kehilangan pekerjaan, oleh karena itu memaksa manajer untuk bekerja lebih keras dan lebih efisien (Chintrakarn et al, 2014).

Penelitian-penelitian terdahulu tentang kompensasi dan hutang (struktur modal) memperlihatkan hasil yang tidak sama seperti pada Kuo et al (2014), Chintrakarn et al (2014) dan Chen et al (2014) menemukan kompensasi direktur memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan Jiraporn et al (2012), Kuo dan Wang (2015) dan Tosun (2016) mengatakan kompensasi eksekutif mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap hutang atau struktur modal. Di Indonesia, Bulan dan Yuyetta (2014) menemukan kompensasi direktur tidak berpengaruh terhadap hutang.

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi sebagai berikut: 1) penelitian mengenai kompensasi yang diterima dewan direksi terhadap hutang masih jarang diteliti di Indonesia; dan 2) riset ini memberikan perspektif relatif baru terkait hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh kompensasi yang diterima para eksekutif.

Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa kompensasi yang diterima eksekutif memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap hutang. Hasil ini mendukung Kuo et al (2014), Chintrakarn et al (2014) dan Chen et al (2014) yang menemukan kompensasi eksekutif berpengaruh kepada hutang atau struktur modal. Dengan demikian, temuan ini mendukung *managerial agency theory*. Manajer yang memperoleh kompensasi tinggi akan meningkatkan volatilitas harga saham dan membuat keputusan-keputusan bisnis yang lebih berisiko.

Pengaruh Kompensasi Eksekutif Terhadap Struktur Modal.

MacMinn dan Page Jr. (2006), Coles et al (2006), Tchisty et al (2011), Kuo et al

(2014), Chintrakarn et al (2014) dan Chen et al (2014) menemukan kompensasi CEO berpengaruh positif kepada struktur modal, yang didukung oleh *managerial agency theory*. Dalam kondisi asimetri informasi, jika kreditor tidak memiliki informasi yang cukup dan harga saham *underpriced*, CEO menghindari pendanaan melalui saham dan memilih hutang. Agrawal dan Mandelker (1987) dan DeFusco et al (1990) mengungkapkan bahwa eksekutif yang mendapatkan kompensasi tinggi akan meningkatkan risiko dengan melakukan keputusan-keputusan bisnis yang berisiko. Jika kreditor tidak hati-hati, menurut *managerial agency theory*, CEO akan meningkatkan volatilitas harga saham dan mendapatkan lebih banyak kekayaan dari kompensasi yang diterimanya ketika saham menjadi lebih berisiko. Hal ini akan mengurangi nilai perusahaan dan mengganggu pemegang saham. Konsekuensinya, ketika CEO menerima kompensasi lebih banyak, jumlah hutang akan meningkat (Ortiz-Molina, 2007).

Kebalikannya, Tosun (2016), Bryan et al (2000), Hassan dan Hosino (2008), Andrikopoulos (2009) dan Sepe (2010) mengatakan bahwa kompensasi berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Ini didasarkan pada *debt agency theory*. Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa kompensasi berupa opsi mengikat kekayaan CEO dan pemegang saham bersama-sama dan mengurangi *agency problem* diantara mereka. Menurut *debt agency theory*, ketika kreditor mengetahui informasi struktur kompensasi eksekutif, kreditor menjadi enggan memberikan pinjaman dan meminta *return* yang lebih tinggi. Ini dikarenakan kreditor tahu pembayaran kompensasi berupa opsi tidak memiliki dampak buruk (*no downside*) bagi CEO dikarenakan *convex payoff structure*. CEO dengan kompensasi tinggi ingin meningkatkan volatilitas harga saham dengan melakukan investasi pada proyek-proyek lebih berisiko, yang mana akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Dengan demikian, kreditor menanggung risiko

investasi-investasi tersebut sementara CEO dan pemegang saham memperoleh *return* yang lebih besar. Jadi, kekayaan dipindahkan dari kreditor ke pemegang saham. Konsekuensinya, kreditor meminta *return* yang lebih tinggi, yang mana berpotensi menciptakan biaya keagenan hutang. Untuk membuat biaya hutang tetap rendah, perusahaan yang memberikan kompensasi tinggi kepada para eksekutifnya memutuskan untuk menggunakan hutang yang lebih rendah. Dari uraian diatas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Kompensasi eksekutif berpengaruh positif (negatif) terhadap struktur modal.

METODE

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun pengambilan sampel dilakukan dengan cara: 1) perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI); dan 2) terdaftar minimal selama satu tahun di Indeks Kompas 100 periode tahun 2011-2015. Hasilnya didapatkan 47 perusahaan non keuangan sebagai sampel atau sebanyak 218 observasi. Dengan demikian, penelitian ini memakai data panel tidak seimbang (*unbalanced panel data*). Variabel independen riset ini adalah kompensasi direktur yang diukur dengan total uang tunai (*cash*) yang terdiri dari gaji, bonus dan tunjangan yang diterima para direktur. Variabel dependen penelitian ini ialah hutang atau struktur modal yang diukur dengan total hutang dibagi dengan total aset (*total debt to total asset ratio/DAR*). Adapun variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini adalah ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, likuiditas, dan struktur aktiva. Variabel ukuran perusahaan diukur dengan log natural total aset, variabel profitabilitas diukur dengan *return on assets*, variabel pertumbuhan perusahaan diukur dengan perubahan total aset selama setahun, variabel likuiditas diukur dengan *current ratio*, dan variabel struktur aktiva diukur dengan rasio aset tetap terhadap total aset. Data penelitian diperoleh dari laporan

tahunan (*annual report*) perusahaan yang terdapat di situs resmi Bursa Efek Indonesia atau diperoleh dari situs masing-masing perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan bahwa rasio hutang terhadap aset memiliki nilai rata-rata 47,64%. Hal ini menandakan bahwa rata-rata perusahaan dalam periode penelitian ini membiayai sekitar 47,64% asetnya dengan hutang. Sedangkan untuk nilai standar deviasi di bawah nilai rata-ratanya yaitu sebesar 19,68% menandakan bahwa rasio hutang dalam perusahaan-perusahaan pada penelitian ini tidak memiliki variabilitas dan fluktuasi yang tinggi. Pada variabel bebas yaitu kompensasi direktur memiliki nilai rata-rata sebesar Rp24.619 juta dengan standar deviasi di bawah nilai rata-ratanya yaitu sebesar Rp22.661 juta yang berarti variabilitas dan fluktuasi pada variabel ini rendah.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Obs	Mean	Max.	Min.	Std. Dev
Total Debt to Total Asset Ratio (%)	218	47,64	93,39	4	19,68
Total Kompensasi Direksi (Jutaan Rp)	218	24.619	119.200	285	22.661
Total Asset (Milyar Rp)	218	14.224	166.173	291	21.460
ROA (%)	218	9,18	60	-17	11,75
Firm/Asset Growth (%)	218	21,52	157,99	-20,20	23,54
Current Ratio (x)	218	2,5	32,66	0,28	3,94
Fixed Asset Ratio (%)	218	51,88	90,42	0,77	24,16

Sumber : data primer diolah, 2019

Pada variabel ukuran perusahaan, total aset memiliki rata-rata sebesar Rp14.224 milyar jauh di bawah standar deviasinya yaitu sebesar Rp21.460 milyar. Hal ini menandakan bahwa jumlah aset yang dimiliki perusahaan-perusahaan dalam penelitian ini memiliki variabilitas dan fluktuasi yang tinggi. Pada variabel profitabilitas yang diprosikan dengan

return on asset (ROA) memiliki nilai *mean* sebesar 9,18% di bawah nilai standar deviasinya yang sebesar 11,75%. Hal ini menandakan variabilitas dan fluktuasinya cukup tinggi. Nilai rata-rata dari variabel pertumbuhan perusahaan atau *asset growth* adalah sebesar 21,52 % dengan nilai standar deviasi yang tidak jauh berbeda yaitu sebesar 23,54%. Variabel rasio lancar memiliki nilai rata-rata sebesar 2,5x, sedangkan nilai standar deviasinya memiliki nilai sebesar 3,94x, yang berarti nilai rasio lancar dalam penelitian ini memiliki variabilitas dan fluktuasi yang cukup tinggi. Sedangkan pada variabel kontrol terakhir yaitu untuk mengukur struktur aktiva dengan menggunakan *fixed asset ratio* memiliki nilai rata-rata sebesar 51,88% dengan nilai standar deviasi jauh di bawahnya yaitu sebesar 24,16%, hal ini mengindikasikan bahwa variabilitas dan fluktuasi rasio aset tetap dalam penelitian ini tidak tinggi.

Uji Multikolinearitas

Tabel 2 menunjukkan uji *Pearson Correlation* yang mengungkapkan bahwa tidak ada hubungan antar variabel independen yang kuat.

Tabel 2. Hasil Uji *Pearson Correlation*

	Kompen sasi	LN (Total asset)	ROA	Asset Growth	Current Ratio	Fixed Asset Ratio
Kompensasi	1,0000	-	-	-	-	-
LN(Total asset)	0,4121	1,0000	-	-	-	-
ROA	0,1299	0,1177	1,0000	-	-	-
Asset Growth	-0,142	-0,058	0,0590	1,0000	-	-
Current Ratio	-0,173	-0,091	0,0273	-0,0092	1,0000	-
Fixed Asset Ratio	0,1275	0,1250	-0,035	0,0510	-0,304	1,0000

Sumber : data primer diolah, 2019

Regresi *Fixed Effect Model*

Tabel 3 memperlihatkan bahwa variabel kompensasi eksekutif memiliki nilai koefisien 1.10E-06 dengan probabilitas sebesar 0,0570 berarti hal ini menandakan bahwa kompensasi memiliki pengaruh

positif signifikan terhadap hutang. Hasil ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh MacMinn dan Page Jr. (2006), Coles et al (2006), Tchisty et al (2011) dan Kuo et al (2014) yang mengungkapkan bahwa kompensasi eksekutif mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap hutang atau struktur modal. Kuo et al (2014) mengatakan semakin tinggi kompensasi maka akan semakin mengurangi sensitivitas eksekutif terhadap risiko keuangan yang ditimbulkan oleh penggunaan hutang sehingga dapat berdampak positif pada rasio hutang. Selain itu, kompensasi menurut Kuo et al (2014) dapat menyamakan antara kepentingan eksekutif dengan kepentingan pemilik perusahaan (para pemegang saham). Sedangkan Indahningrum dan Handayani (2009) mengatakan bahwa salah satu keinginan pemegang saham adalah pendanaan dengan menggunakan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Hal tersebut mengakibatkan jika kepentingan pemegang saham ingin menggunakan pendanaan hutang, maka kompensasi bisa menjadi stimulus bagi para eksekutif untuk menggunakan pendanaan hutang sehingga rasio hutang perusahaan dapat meningkat.

Tabel 3. Hasil Regresi *Fixed Effect Model*

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Prob.
Kompensasi	1,10E-06	1,916719	0,057
Ln(Total Aset)	0,003317	0,381852	0,7031
ROA	-0,191745	-1,930313	0,0553
<i>Asset/Firm Growth</i>	-0,02932	-1,10429	0,2711
Rasio Lancar	-0,006586	-1,783058	0,0764
<i>Fixed Asset Ratio</i>	-0,022394	-0,524281	0,6008
<i>R-Squared</i>	0,897652		
<i>Adjusted R- Squared</i>	0,865396		
<i>F-Statistics</i>	27,82961		
<i>Prob. F- Statistics</i>	0		
Jumlah Sampel	47		
Jumlah Observasi	218		

Sumber : data primer diolah, 2019

Tabel 3 memperlihatkan variabel kontrol ukuran perusahaan yang diukur dengan *logaritma natural (total asset)* memiliki nilai koefisien 0,003317 dengan probabilitas sebesar 0,7031 yang artinya ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap hutang atau struktur modal. Variabel kontrol profitabilitas yang diukur dengan *return on asset (ROA)* memiliki nilai koefisien sebesar -0,191745 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0553 yang berarti ROA memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio* pada tingkat 10%. Variabel kontrol *asset growth (firm growth)* diukur dengan perubahan aset memiliki koefisien -0,029320 dengan probabilitas senilai 0,2711. Hal ini menandakan bahwa pertumbuhan aset memiliki hubungan yang negatif tidak signifikan dengan rasio hutang. Variabel kontrol likuiditas diukur dengan rasio lancar mempunyai hubungan yang negatif signifikan dengan struktur modal dengan nilai koefisiennya yang sebesar -0,006586 dan nilai probabilitasnya sebesar 0,0764 pada tingkat 10%. Variabel kontrol struktur aktiva diukur dengan *fixed asset ratio (FAR)* mempunyai hubungan yang negatif tidak signifikan dengan rasio hutang. Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisiennya yang sebesar -0,022394 dan nilai probabilitasnya sebesar 0,6008.

Kesimpulan

Tujuan penelitian ini ialah untuk mengetahui pengaruh kompensasi eksekutif terhadap struktur modal (hutang) perusahaan yang terdaftar di indeks Kompas100 periode tahun 2011 sampai 2015. Hasilnya memperlihatkan bahwa kompensasi direksi berpengaruh positif signifikan kepada hutang/struktur modal. Ini artinya bahwa eksekutif yang menerima kompensasi tinggi akan menyebabkan volatilitas harga saham menjadi tinggi dan membuat eksekutif melakukan keputusan-keputusan yang lebih berisiko. Saran untuk penelitian berikutnya adalah mengukur kompensasi tidak hanya uang tunai saja, tetapi juga berupa saham maupun opsi.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A, and Mandelker, G. N. 1987. "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *Journal of Finance* 42, p.823-837.
- Andrikopoulos, A. 2009. "Irreversible Investment, Managerial Discretion and Optimal Capital Structure", *Journal of Banking & Finance* 33, p.709-718.
- Bryan, S., Hwang, L. dan Lilien, S. 2000. "CEO Stock-Based Compensation: an Empirical Analysis of Incentive Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants", *Journal of Business* 73, 661– 693.
- Bulan, Fransisca dan Etna Nur Afri Yuyetta. 2014. "Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Capital Structure*." *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol.3 No.2, p.1-12.
- Chen, Yipping, and Xindong Zhang dan Zhe Liu. 2014. "Manager Characteristics and The Choice of Firm "Low Leverage": Evidence From China." *American Journal of Industrial and Business Management*, p. 573-584.
- Chintrakarn, Pandej, Pornsit Jiraporn dan Manohar Singh. 2014. "Powerful CEOs and Capital Structure Decisions: Evidence from the CEO Pay Slice (CPS)". *Applied Economics Letters*, vol.21 (8).
- Coles, J. L., Daniels, N. D. and Naveen, L. 2006. "Managerial Incentives and Risk Taking", *Journal of Financial Economics* 79, p.431–468
- Daud, Ardika, Sientje Nangoy dan Ivonne Saerang. 2015. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Manufaktur di BEI" *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, Vol.15 No.5, hal: 690-702.
- DeFusco, R. A., Johnson, R. R. and Zorn, T. S. 1990. "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders", *Journal of Finance* 45, p.617-627.

- Hassan, H. and Hosino, Y. 2008. "Beginning of Stock Option-Based Compensation in Japan: a Test of Alternative Theories". *Journal of Financial Management and Analysis* 21, p.11-35.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11 No.3, hal: 189-207
- Jensen, M. C., dan William H. Meckling. 1976. "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No.4, hal: 305-360.
- Jiraporn, Pornsit, Pandej Chintrakarn dan Yixin Liu. 2012. "Capital Structure, CEO Dominance and Corporate Performance". *Journal Financial Service Research*, p.139-158.
- Kuo, Hsien Chang, Lie Huey Wang dan Dan Lin. 2014. "CEO Traits, Corporate Performance and Financial Leverage". *International Journal of Economic and Finance* Vol.7 No.1, p.68-82.
- Kuo, Hsien Chang, dan Lie Huey Wang. 2015. "CEO Constellation, Capital Structure and Financial Performance". *International Journal of Financial Research* Vol.6 No. 4, p.76-84.
- MacMinn, R. D. dan Page, F. H. Jr. 2006. "Stock Options and Capital Structure", *Annals of Finance* 2, p.39-50.
- Myers, S. C. dan Majluf, N. S. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, vol.13, p.187-221.
- Ortiz-Molina, H. 2007. "Executive Compensation and Capital Structure: The Effects of Convertible Debt and Straight Debt on CEO Pay". *Journal of Accounting and Economics* 43, p.69-93.
- Sayidah, Nur. 2012. "Solusi Moral dan Spiritual atas Masalah *Moral Hazard*". *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika*, vol.1, no.2.
- Sepe, S. M. 2010. "Making Sense of Executive Compensation". *Delaware Journal of Corporate Law* 36, p.10-42.
- Sheikh, N. Ahmed dan Zongjun Wang. 2012. "Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan". *Corporate Governance: The International Journal Of Business In Society*, Vol. 12 Iss: 5, p.629 – 641
- Tchisty, A., Yermack, D. L. dan Yun, H. 2011. "Negative Hedging: Performance Sensitive Debt and CEOs' Equity Incentives". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, p.657-686.
- Tosun, Onur K. 2016. "The Effect of CEO Option Compensation on the Capital Structure: A Natural Experiment". *Financial Management*, vol.45, no.4, p. 953-979.