

Leverage Keuangan Dan Kompensasi Manajemen: Studi Empiris Pada Industri Konsumsi Siklis

Elva Fariyah^{1*}, Okta Sindhu Hartadinata², Afandi Ukik Wahyu Bintang Maulana³
elvafariyah@vokasi.unair.ac.id¹, oktasindhu@gmail.com², afandi.ukik.wahyu-2020@vokasi.unair.ac.id³
Universitas Airlangga¹

ABSTRACT

This study investigates the effect of financial leverage on managerial compensation. The sample used was 24 companies from consumer cyclical industry on 2018-2022 so that the total observation was 120 firm-year. This study shows that financial leverage has negative effect on managerial compensation. It provides implication that the effect of financial leverage on managerial compensation is relevant to agency theory. Both of them have same function to minimize agency problem then can substitute each other. The firm can consider this finding in determining the optimal scheme of compensation.

Key words: Agency theory; Financial leverage; Managerial compensation

PENDAHULUAN

Pandemi Covid-19 telah mengakibatkan guncangan perekonomian berbagai negara di dunia. Hal ini berdampak pada penurunan pendapatan, laba operasional, bahkan laba bersih perusahaan. Dalam hal ini, pembiayaan perusahaan menjadi bagian keputusan yang penting. Hasil penelitian dari beberapa negara menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menaikkan rasio utang sebagai dampak kesulitan keuangan yang dihadapi akibat pandemi COVID-19 (Anh et al., 2022; Tarkom & Huang, 2022). Hal ini dipicu oleh beberapa faktor. Pertama, perusahaan membutuhkan pendanaan utang untuk menunjang kegiatan operasional perusahaan sementara aktivitas perekonomian berjalan lambat selama COVID-19. Kedua, perusahaan membutuhkan pembiayaan untuk kebutuhan investasi untuk pengembangan digitalisasi bisnis. Sebagaimana perlu diketahui bahwa digitalisasi menjadi salah satu alternatif solusi dalam mengatasi dampak Covid-19 (Almeida et al., 2020). Faktor lainnya dipicu oleh adanya kelonggaran akses kredit yang diberikan kepada pemerintah untuk menstimulus perekonomian selama COVID-19 (Aristei & Gallo, 2023).

Peningkatan target rasio utang dalam kondisi ketidakpastian ekonomi yang tinggi memiliki dampak krusial. Penggunaan utang pada perusahaan dapat menimbulkan



tingginya konflik kepentingan antar pemangku kepentingan. Pengelolaan utang yang kurang efektif justru dapat memperburuk kondisi keuangan perusahaan. Berkenaan dengan pengelolaan utang, peran manajer sebagai pengelola perusahaan sangat dibutuhkan dan kompensasi manajemen menjadi bagian yang tidak terpisahkan. Di sisi lain, penggunaan utang yang tinggi mengakibatkan risiko keuangan perusahaan meningkat sedangkan investor cenderung menyukai perusahaan dengan risiko keuangan yang rendah. Hal ini mengindikasikan adanya potensi interaksi antara penggunaan utang dan kompensasi manajemen.

Kebijakan dalam penentuan skema kompensasi yang optimal masih menjadi perdebatan baik di kalangan regulator, praktisi, maupun akademisi, khususnya dalam kondisi guncangan perekonomian akibat krisis, salah satunya krisis akibat pandemi COVID-19 (Gurkov, 2022). Pemberian insentif untuk pencapaian kinerja jangka pendek, seperti bonus kas, dapat mendorong manajer untuk melakukan aktivitas investasi yang berisiko tinggi. Oleh karena itu, perlu diperlukan upaya agar kebijakan kompensasi dapat optimal untuk mendorong kinerja manajemen yang berkelanjutan. Beberapa negara memiliki regulasi berkenaan dengan penentuan kebijakan kompensasi yang dilakukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)(Atif et al., 2020).

Beberapa hasil penelitian sebelumnya menunjukkan adanya pengaruh negatif *leverage* keuangan terhadap kompensasi manajemen (Balafas & Florackis, 2014; Cai & Zheng, 2016; Wang et al., 2020). Hal ini sejalan dengan teori keagenan. Penggunaan utang yang tinggi dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan, dimana hal ini berkebalikan dengan harapan investor. Oleh karena itu, perusahaan cenderung akan mengurangi besar kompensasi yang diberikan kepada pihak manajemen untuk mengurangi risiko keuangan.

Pada kondisi pandemi COVID-19, skema kebijakan kompensasi perusahaan menjadi hal yang krusial untuk ditelaah lebih lanjut. Sebagaimana telah dijelaskan dalam hasil penelitian sebelumnya bahwa perusahaan cenderung menaikkan rasio utang untuk bertahan pada saat pandemi (Anh et al., 2022; Tarkom & Huang, 2022), di sisi lain, pemberian kompensasi pada pihak manajemen juga cenderung meningkat selama pandemi (Gurkov, 2022). Hal ini karena manajer dihadapkan dalam situasi ketidakpastian yang tinggi dan di sisi lain, manajer dituntut untuk membuat keputusan yang tepat khususnya dalam mempertahankan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, untuk meningkatkan kinerja manajer dalam mengelola perusahaan dibutuhkan kompensasi yang memadai. Sedangkan dari hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa penggunaan *leverage* keuangan berpengaruh negatif terhadap kompensasi manajemen (Balafas & Florackis, 2014; Cai & Zheng, 2016; Wang et al., 2020). Hal ini tentu menjadi menarik untuk ditelaah lebih lanjut karena di satu sisi penggunaan utang perusahaan selama COVID-19 mengalami peningkatan diikuti dengan peningkatan pemberian insentif pada pihak manajemen sementara pada hasil penelitian sebelumnya menunjukkan adanya hubungan yang negatif di antara keduanya. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk



menganalisis dampak *leverage* keuangan terhadap kompensasi manajemen, apakah memberikan hasil yang sama atau berbeda dari penelitian sebelumnya.

Penelitian ini akan berfokus pada perusahaan dalam industri konsumen siklis yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022. Sebagaimana diketahui bahwa performa industri konsumen siklis tergantung dari fluktuasi perekonomian. Dalam kondisi perekonomian yang baik, industri ini dapat memberikan performa yang bagus bahkan bisa melampaui performa industri lainnya. Sedangkan dalam kondisi perekonomian yang lesu, industri ini menghadapi tantangan menurunnya performa bahkan bisa lebih rendah daripada performa industri lainnya.

Penelitian ini memberikan beberapa kontribusi. Pertama, penelitian ini menganalisis dampak *leverage* keuangan terhadap kompensasi manajemen dengan mempertimbangkan dampak krisis pandemi yang mungkin dapat memberikan hasil berbeda dari penelitian sebelumnya. Kedua, penelitian ini dapat bermanfaat bagi regulator dan perusahaan untuk menentukan skema kebijakan kompensasi yang optimal dan berkelanjutan. Ketiga, penelitian ini dapat membantu untuk meningkatkan nilai perusahaan dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Leverage keuangan memiliki kererkaitan dengan struktur modal. *Leverage* keuangan menggambarkan aktivitas pembiayaan yang dilakukan perusahaan sehingga menimbulkan beban bunga. Kebijakan struktur modal menjadi keputusan yang krusial bagi setiap perusahaan. Penentuan struktur modal bukanlah hal yang mudah. Penentuan struktur modal yang tidak tepat dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan yang pada akhirnya dapat menyebabkan perusahaan mengalami *financial distress* bahkan kebangkrutan (Ellul & Pagano, 2019).

Leverage keuangan juga menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari teori keagenan. Masalah keagenan adalah masalah yang timbul karena adanya perbedaan kepentingan baik antara manajer dan pemegang saham, manajer dan kreditur, maupun pemegang saham dan kreditur. Salah satu penyebab utama dari timbulnya permasalahan ini adalah *free cash flow* yang tinggi (Chen et al., 2016). Bagi pemegang saham, sebaiknya *free cash flow* dibagikan dalam bentuk dividen, bagi kreditur, *free cash flow* digunakan untuk membayar utang. Sementara itu, bagi manajer, *free cash flow* sebaiknya digunakan untuk mendanai proyek investasi jangka panjang. Dalam hal ini masalah keagenan timbul karena manajer mempergunakan *free cash flow* untuk proyek yang bersifat *overinvestment*, yakni proyek yang ukurannya besar namun tidak *profitable*.

Teori keagenan menyatakan bahwa masalah keagenan dapat diminimalisasi melalui penggunaan *leverage* keuangan (Chechet, 2014) dan kebijakan kompensasi manajemen yang optimal (Pepper & Gore, 2015). *Leverage* keuangan dapat mengurangi ketersediaan *free cash flow* sehingga dapat meminimalisasi keleluasaan manajer untuk melakukan *overinvestment* (Khan et al., 2012). Namun, penggunaan *leverage* keuangan yang semakin tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan, sementara investor lebih menyukai perusahaan dengan tingkat utang yang rendah karena memiliki risiko keuangan yang relatif lebih kecil. Sedangkan,



kompensasi manajemen dapat meminimalisasi masalah keagenan karena kompensasi yang memadai dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham.

Kompensasi manajemen dapat didefinisikan sebagai imbalan yang diberikan kepada pihak manajemen atas kinerjanya dalam mengelola perusahaan. Di Indonesia, besar kompensasi manajemen ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Adapun yang dimaksud pihak manajemen dalam penelitian ini adalah Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Hal ini karena Indonesia menganut *two-tier board system* di mana terdapat pemisahan antara tugas pengelolaan yang dilaksanakan oleh Dewan Direksi dan tugas monitoring yang dilaksanakan oleh Dewan Komisaris (Elly et al., 2017).

Kompensasi manajemen dapat diklasifikasikan menjadi gaji dan tunjangan yang diterima manajer secara tunai serta *stock option* (Lin et al., 2019). Namun pada penelitian ini, besar kompensasi manajemen diukur dari gaji dan tunjangan yang diterima manajer secara tunai saja. Hal ini karena skema kebijakan kompensasi menggunakan *stock option* masih belum diimplementasikan sebelumnya di Indonesia. Berdasarkan Anela & Prasetyo (2020), hanya terdapat 8% perusahaan non-keuangan yang menerapkan *stock option*. Sedangkan penelitian ini hanya menggunakan perusahaan konsumsi siklis yang menjadi bagian dari perusahaan non-keuangan. Berikutnya, besar kompensasi manajemen dalam penelitian ini adalah total kompensasi yang diterima oleh dewan komisaris dan dewan direksi karena dalam laporan tahunan perusahaan tidak ada pemisahan besar kompensasi di antara keduanya.

Penelitian berkaitan dengan pengaruh *leverage* keuangan terhadap kompensasi manajemen telah banyak dilakukan sebelumnya (Balafas & Florackis, 2014; Cai & Zheng, 2016; Wang et al., 2020). Hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya pengaruh negatif dari *leverage* keuangan terhadap kompensasi manajemen. Sebagaimana telah dibahas sebelumnya bahwa *leverage* keuangan dan kompensasi manajemen sama-sama memiliki fungsi untuk meminimalisasi masalah keagenan (Chechet, 2014; Pepper & Gore, 2015). Namun, penggunaan utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko keuangan dan hal ini berlawanan dengan harapan investor. Oleh karena itu, perusahaan cenderung menurunkan besar kompensasi manajemen apabila rasio utangnya besar. Dengan demikian, hipotesis dari penelitian ini adalah:

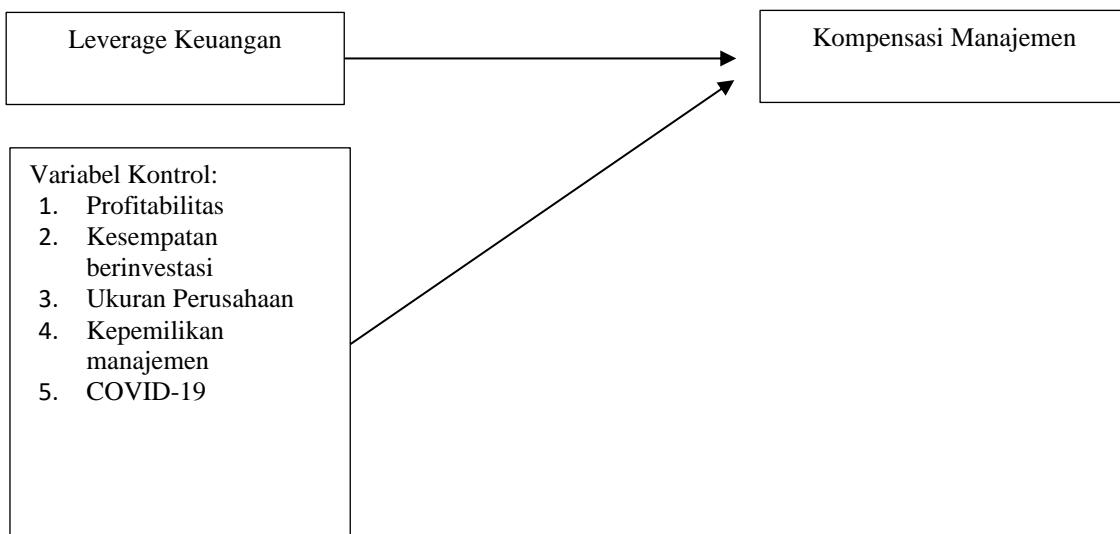
H₁. Leverage Keuangan berpengaruh negatif terhadap kompensasi manajemen

Penelitian ini juga mempertimbangkan variabel lainnya yang berpengaruh pada kompensasi manajemen seperti profitabilitas, kesempatan berinvestasi, ukuran perusahaan, dan kepemilikan manajemen (Lin et al., 2019). Berdasarkan penelitian sebelumnya profitabilitas, kesempatan berinvestasi, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi manajemen sedangkan kepemilikan



manajemen berpengaruh negatif terhadap kompensasi manajemen. Penelitian ini juga menambahkan variabel periode COVID-19 sebagai faktor yang berpotensi memiliki pengaruh terhadap kompensasi manajemen.

Berdasarkan pengembangan hipotesis, maka kerangka penelitian ini dapat diilustrasikan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian ini berfokus pada Industri Konsumsi Siklis yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2018-2022. Industri konsumsi siklis dapat diklasifikasi menjadi automotif dan komponennya (*automobile and component*), perlengkapan rumah tangga (*household goods*), produk olahraga dan hobi (*leisure goods*), pakaian dan barang mewah (*apparel and luxury goods*), pelayanan konsumen (*consumer services*), media dan hiburan (*media and entertainment*), dan ritel (*retailing*). Total populasi pada industri konsumsi siklis berjumlah 142 perusahaan. Data berasal dari laporan tahunan perusahaan. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria berikut:

1. Perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan dari tahun 2018-2022.
2. Terdapat kelengkapan informasi tentang besar kompensasi manajemen.
3. Laporan tahunan menggunakan mata uang dengan satuan rupiah.
4. Tidak ada *corporate action* selama durasi penelitian.

Berdasarkan hasil *purposive sampling* tersebut, didapatkan jumlah sampel pada penelitian ini adalah 24 perusahaan. Dengan demikian total observasi pada penelitian ini adalah 120 observasi dalam kurun waktu 2018-2022. Adapun perincian dari proses pemilihan sampel tersebut adalah:

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

Total populasi	140
Dikurangi:	
Tidak menerbitkan laporan tahunan 2018-2022	58
Tidak tersedia informasi kompensasi manajemen	40
Tidak menggunakan mata uang rupiah	10
Melakukan <i>corporate action</i>	8
Total pengurang	(116)
Total sampel (Perusahaan)	24
Total observasi (24x5)	120

Penelitian ini menggunakan variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kompensasi manajemen. Kompensasi manajemen diukur dari gaji dan tunjangan yang diterima secara tunai oleh manajemen. variabel independen yang digunakan adalah leverage keuangan. *Leverage* keuangan dalam penelitian menggambarkan penggunaan total utang yang digunakan untuk mendanai aset Perusahaan. Adapun variabel kontrol yang digunakan adalah profitabilitas yang diukur dengan *Return on Assets* (ROA), kesempatan berinvestasi yang diukur dengan market-to-book ratio (M/B ratio), ukuran perusahaan, kepemilikan manajemen, dan periode COVID-19. Definisi dari variabel operasional dalam penelitian ini dapat ditunjukkan pada tabel 2.

Tabel 2. Definisi Operasional Variabel

No	Nama Variabel	Pengukuran
1	Kompensasi Manajemen (KOMP)	$KOMP = \ln(\text{total gaji dan tunjangan secara tunai})$
2	Leverage Keuangan (LEV)	$LEV = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$
3	Return on Assets (ROA)	$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$
4	Market to Book Ratio (MB)	$MB = \frac{\text{nilai pasar ekuitas}}{\text{nilai buku ekuitas}}$ $FZ = \ln \text{Total Aset}$
5	Ukuran Perusahaan (FZ)	
6	Kepemilikan manajemen (MOWN)	$MOWN = \text{persentase (\%)} \text{ kepemilikan saham oleh manajemen}$
7	Periode COVID 19 (COVID)	Tahun Covid (variabel dummy, "1" untuk tahun 2021 dan 2022, dan "0" untuk tahun lainnya)

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Sebelum melakukan analisis lebih lanjut, dibutuhkan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa data terdistribusi normal serta bebas dari multikolinearitas, autokorelasi, dan heterokedastisitas (Sugiharti et al., 2021). Uji normalitas data dapat ditunjukkan melalui uji *Kolmogorov-Smirnov* (KS) dengan nilai *p-value* $\geq 5\%$. Untuk



memastikan data bebas dari multikolinearitas dapat ditunjukkan melalui nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* $> 0,1$. Untuk memastikan data bebas autokorelasi ditunjukkan melalui nilai *Durbin Watson* dengan kriteria $-2 < DW < 2$. Sedangkan untuk memastikan data bebas heteroskedastisitas ditunjukkan melalui uji pada gambar *scatter plot*. Apabila titik-titik pada *scatter plot* cenderung mengumpul maka dapat dinyatakan bahwa data terbebas dari heteroskedastisitas.

Model dalam penelitian ini adalah:

$$KOMP_{it} = LEV_{it} + ROA_{it} + MB_{it} + FZ_{it} + MOWN_{it} + COVID_{it} + \varepsilon_{it}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3 menunjukkan statistik deskriptif setiap variabel penelitian. Bagian ini akan lebih fokus untuk menjelaskan deskripsi dari beberapa variabel saja yaitu kompensasi manajemen (KOMP) dan *leverage* keuangan (LEV). Kompensasi manajemen (KOMP) memiliki nilai minimum 8,274, nilai maksimum 10,918, nilai rata-rata 9,930, dan nilai standar deviasi sebesar 0,485. Hal ini menunjukkan bahwa besar kompensasi yang diterima manajemen antar perusahaan memiliki varians yang kecil. Sementara itu, variabel *leverage* keuangan (LEV) memiliki range yang besar di antara nilai minimum dan nilai maksimum, yaitu 0,031 – 0,857. Selanjutnya nilai rata-ratanya 0,452 dengan standar deviasi 0,199. Hal ini menunjukkan besarnya disparitas nilai *leverage* keuangan di antara perusahaan yang diobservasi.

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
KOMP	8,274	10,918	9,930	0,485
LEV	0,031	0,857	0,452	0,199
ROA	-0,227	0,323	0,025	0,068
MB	0,196	20,521	2,378	3,201
FZ	26,288	31,682	28,282	1,310
MOWN	0,000	0,701	0,055	0,161
COVID	0	1	0,40	0,492

Bagian ini menjelaskan hasil uji asumsi klasik yang mencakup uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Adapun hasil uji asumsi klasik adalah sebagai berikut:

1) Uji Normalitas

Normalitas data ditunjukkan melalui hasil uji Kolmogorov-Smirnov (KS). Data akan dianggap normal jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0,05. Hasil pengujian normalitas pada penelitian ini menghasilkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,528 yang melebihi 0,05 sehingga data yang digunakan dalam penelitian ini telah berdistribusi dengan normalnya

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas

Keterangan	Unstandarized Residual	Kesimpulan
-------------------	-------------------------------	-------------------



Asymp Sig. (2 tailed) 0,528 Normal

2) Uji Multikolinearitas

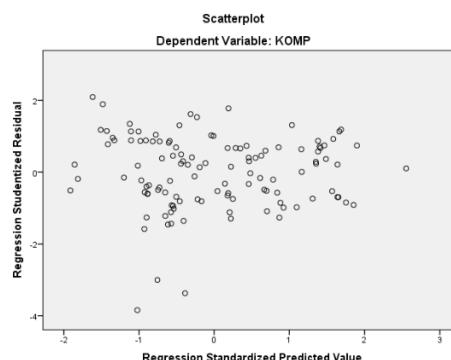
Hasil uji multikolinearitas ditunjukkan melalui nilai tolerance dan VIF. Tabel 5 menunjukkan bahwa semua variabel memiliki nilai tolerance lebih dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data bebas multikolinearitas.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
LEV	0,797	1,255	Bebas multikolinearitas
ROA	0,657	1,523	Bebas multikolinearitas
MB	0,757	1,321	Bebas multikolinearitas
FZ	0,632	1,581	Bebas multikolinearitas
MOWN	0,849	1,182	Bebas multikolinearitas
COVID	0,879	1,137	Bebas multikolinearitas

3) Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas ditunjukkan melalui grafik *scatter plot*. Pada gambar 2, titik-titik pada grafik *scatter plot* cenderung mengumpul. Artinya data penelitian terbebas dari masalah heteroskedastisitas.



Gambar 2. Scatter Plot

4) Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan melalui nilai *Durbin Watson*. Nilai *Durbin Watson* pada penelitian ini adalah 0,707 dan berada dalam range $-2 < DW < 2$. Artinya, data terbebas dari autokorelasi.

Tabel 6 menunjukkan hasil estimasi model regresi. Variabel *leverage* keuangan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kompensasi manajemen. Hasil penelitian ini konsisten terhadap hipotesis yang berarti bahwa *leverage* keuangan berpengaruh negatif terhadap kompensasi manajemen. Hasil estimasi model pada tabel 6 juga menunjukkan pengaruh variabel kontrol terhadap kompensasi

manajemen. Rasio profitabilitas (ROA), Ukuran Perusahaan (FZ), dan kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kompensasi manajemen. Sementara itu, variabel kesempatan berinvestasi (MB) dan periode Covid (COVID) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kompensasi manajemen.

Tabel 6. Estimasi Hasil Model Regresi

Variabel	Koefisien	t-hitung	p-value
C	3,434	4,013	0,000**
LEV	-0,423	-2,354	0,020*
ROA	1,327	2,290	0,024*
MB	0,003	0,219	0,827
FZ	0,235	7,669	0,000**
MOWN	0,427	1,985	0,050*
COVID	-0,032	-0,460	0,647
R²	0,513		
Prob (F-Stat)	19,807 (0,000)		
p-value	** signifikan pada level 1%, *signifikan pada level 5%		

Berdasarkan hasil estimasi model pada tabel 6, variabel *leverage* keuangan (LEV) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kompensasi manajemen (KOMP). Hasil penelitian ini relevan dengan teori keagenan sebagaimana telah disampaikan dalam penelitian sebelumnya (Balafas & Florackis, 2014; Cai & Zheng, 2016; Wang et al., 2020). Sebagaimana diketahui bahwa perusahaan konsumsi siklis adalah perusahaan yang memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap kondisi perekonomian. Dalam kondisi krisis pandemi, perusahaan cenderung meningkatkan penggunaan utang untuk mempertahankan aktivitas operasional perusahaan dalam kondisi pergerakan ekonomi yang lambat. Hasil statistik deskriptif pada penelitian ini menunjukkan bahwa nilai maksimum rasio utang adalah 0,857 dengan rata-rata 0,452. Artinya penggunaan utang pada perusahaan sampel cenderung tinggi. Tingginya penggunaan utang menyebabkan risiko perusahaan semakin tinggi. Hal ini berlawanan dengan harapan investor yang cenderung menyukai perusahaan dengan risiko yang rendah. Oleh karena itu, perusahaan mengurangi kompensasi yang diberikan kepada manajemen untuk mengurangi risiko keuangan. Di samping itu, dalam kondisi pandemi COVID-19, perusahaan menghadapi tekanan keuangan sehingga perusahaan cenderung untuk mengurangi biaya operasional termasuk didalamnya adalah mengurangi besar kompensasi manajemen.

Pengaruh negatif *leverage* keuangan terhadap kompensasi manajemen mencerminkan bagaimana struktur modal memengaruhi kebijakan perusahaan terkait penghargaan bagi eksekutif. Temuan ini menyoroti pentingnya manajemen utang yang strategis untuk menciptakan keseimbangan antara kepentingan pemegang saham, kreditur, dan manajemen. Perusahaan dengan leverage tinggi cenderung mengaitkan kompensasi manajemen dengan kinerja (misalnya, profitabilitas atau efisiensi operasional), sehingga mengurangi kemungkinan kompensasi tinggi pada situasi leverage yang buruk.



Sejalan dengan penelitian sebelumnya (Lin et al., 2019) menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (ROA) dan ukuran perusahaan (FZ), memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kompensasi manajemen (KOMP). Semakin tinggi ROA menunjukkan bahwa kinerja perusahaan semakin bagus. Dalam hal ini, perusahaan akan memberikan kompensasi yang lebih besar kepada manajer karena telah berkontribusi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan yang ukuran lebih besar memiliki kegiatan operasional yang lebih kompleks sehingga membutuhkan tenaga yang professional untuk mengelola perusahaan. Dengan demikian, perusahaan akan memberikan kompensasi yang besar pada manajer. Berkebalikan dengan hasil penelitian sebelumnya (Lin et al., 2019), kepemilikan manajemen (MOWN) memiliki pengaruh positif terhadap kompensasi manajemen. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial yang semakin besar berkaitan dengan semakin tingginya besar kompensasi manajemen. Adanya kepemilikan manajemen akan berdampak pada kesamaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Dalam hal ini, manajer turut serta dalam menentukan skema kompensasi.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa variabel kesempatan berinvestasi (MB) dan periode COVID-19 (COVID) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kompensasi manajemen. Variabel MB tidak dipertimbangkan dalam menentukan besar kompensasi manajemen karena variabel MB tidak menunjukkan kesempatan investasi yang nyata bagi investor tetapi hanya menunjukkan ekspektasi investor terhadap kesempatan investasi. Berikutnya, periode COVID-19 tidak dapat terlepas dari aktivitas bisnis perusahaan siklis yang bertahan dalam menghadapi terpuruknya kondisi ekonomi. Variabel COVID tidak dipertimbangkan dalam menentukan skema kompensasi manajemen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung hanya mempertimbangkan kondisi internal perusahaan dalam menentukan kebijakan kompensasi.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis, variabel *leverage* keuangan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kompensasi manajemen. Tingginya penggunaan utang menyebabkan risiko perusahaan semakin tinggi. Hal ini berlawanan dengan harapan investor yang cenderung menyukai perusahaan dengan risiko yang rendah. Oleh karena itu, perusahaan mengurangi kompensasi yang diberikan kepada manajemen untuk mengurangi risiko keuangan. Di samping itu, dalam kondisi pandemi COVID-19, perusahaan menghadapi tekanan keuangan sehingga perusahaan cenderung untuk mengurangi biaya operasional termasuk di dalamnya adalah mengurangi besar kompensasi manajemen.

Penelitian ini memberikan implikasi bahwa pengaruh *leverage* keuangan pada kompensasi manajemen relevan dengan teori keagenan. Perusahaan dapat menjadikan ini sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan skema kompensasi yang optimal. Selanjutnya melalui kebijakan kompensasi yang tepat, diharapkan



manajer dapat menjadi lebih professional dalam mengelola perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian ini hanya berfokus pada industri konsumsi siklis. Penelitian berikutnya diharapkan dapat mengeksplorasi industri lainnya karena masing-masing industri memiliki karakteristik yang berbeda. Kedua, penelitian ini hanya berfokus pada kompensasi manajemen. Untuk ke depannya diharapkan dapat menggunakan variabel lainnya seperti kompensasi karyawan agar dapat memberikan *insight* yang berbeda. Ketiga, proksi kompensasi manajemen yang digunakan dalam penelitian ini adalah gaji dan tunjangan yang diterima manajer secara tunai. Penelitian berikutnya dapat menambahkan jenis kompensasi lainnya seperti *stock option*. Berkenaan dengan ini, sampel penelitian perlu diperluas untuk seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI.

DAFTAR PUSTAKA

- Almeida, F., Duarte Santos, J., & Augusto Monteiro, J. (2020). The Challenges and Opportunities in the Digitalization of Companies in a Post-COVID-19 World. *IEEE Engineering Management Review*, 48(3), 97–103. <https://doi.org/10.1109/EMR.2020.3013206>
- Anela, F. L., & Prasetyo, A. B. (2020). the Effect of Ownership Structure on Investment Efficiency (Case Study in Non Financial Firms Listed on Indonesia Stock Exchange in 2015-2017). *ACCRUALS (Accounting Research Journal of Sutaatmadja)*, 4(01), 66–76. <https://doi.org/10.35310/accruals.v4i01.407>
- Anh, T., Mazur, M., & Thai, A. (2022). The impact of COVID-19 economic crisis on the speed of adjustment toward target leverage ratio : An international analysis. *Finance Research Letters*, 45(May 2021), 102157. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102157>
- Aristei, D., & Gallo, M. (2023). Green management, access to credit, and firms' vulnerability to the COVID-19 crisis. In *Small Business Economics* (Issue 0123456789). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11187-023-00759-1>
- Atif, M., Huang, A., & Liu, B. (2020). The effect of say on pay on CEO compensation and spill-over effect on corporate cash holdings: Evidence from Australia. *Pacific Basin Finance Journal*, 64(January 2019), 101105. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.001>
- Balafas, N., & Florackis, C. (2014). CEO compensation and future shareholder returns: Evidence from the London Stock Exchange. *Journal of Empirical Finance*, 27, 97–115. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.10.011>
- Cai, G., & Zheng, G. (2016). Executive compensation in business groups : Evidence from China q. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 25–39. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2015.06.003>
- Chechet, I. L. and A. B. O. (2014). Capital Structure and Profitability of Nigerian Quoted Firms : The Agency Cost Theory Perspective. *American International Journal of Social Science*, 3(1), 139–158.
- Chen, X., Sun, Y., & Xu, X. (2016). Free cash flow, over-investment and corporate



governance in China. *Pacific Basin Finance Journal*, 37(13), 81–103. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.003>

Ellul, A., & Pagano, M. (2019). Corporate leverage and employees' rights in bankruptcy. *Journal of Financial Economics*, 133(3), 685–707. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.05.002>

Elly, J., Elly Tulung, J., & Ramdani, D. (2017). *Munich Personal RePEc Archive Independence, Size and Performance of the Board an emerging market research*. *Independence, Size and Performance of the Board an emerging market research*. 112180.

Gurkov, I. (2022). Total expenses for managerial remuneration in foreign manufacturing subsidiaries during the COVID-19 pandemic: a pilot exploration of applied policies. *Employee Relations*, 44(6), 1504–1515. <https://doi.org/10.1108/ER-01-2022-0016>

Khan, A., Kaleem, A., & Nazir, M. (2012). Impact of Financial Leverage on Agency cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific ...*, 2(7), 6694–6700. [http://www.textroad.com/pdf/JBASR/J. Basic. Appl. Sci. Res., 2\(7\)6694-6700, 2012.pdf](http://www.textroad.com/pdf/JBASR/J. Basic. Appl. Sci. Res., 2(7)6694-6700, 2012.pdf)

Lin, H. C., Liang, S. H., Chiu, S. C., & Chen, C. Y. (2019). Leverage and employee compensation – the perspective of human capital. *International Journal of Managerial Finance*, 15(1), 62–78. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2017-0247>

Pepper, A., & Gore, J. (2015). Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. *Journal of Management*, 41(4), 1045–1068. <https://doi.org/10.1177/0149206312461054>

Sugiharti, L., Farihah, E., Hartadinata, O. S., & Ajija, S. R. (2021). *Statistik multivariat untuk ekonomi dan bisnis: menggunakan software SPSS*. Airlangga University Press.

Tarkom, A., & Huang, X. (2022). *Readjusting the speed of leverage adjustment during the COVID-19 pandemic ?* <https://doi.org/10.1108/CAFR-11-2022-0117>

Wang, H., Lin, C., & Cho, C. (2020). Asia Pacific Management Review The dark and bright sides of agency problems : Evidence from insider compensation of family pyramidal firms. *Asia Pacific Management Review*, 25(3), 122–133. <https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2018.09.001>

