

# Daftar Isi

**115 Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kompensasi Eksekutif dan Dampaknya terhadap Kinerja BUMN Perkebunan**

Dyan Vidyatmoko, Bunasor Sanim, Hermanto Siregar, M. Said Didu

**129 Developing the Model of National Qualification Framework: A Case Study for Fifth Level in Tours and Travel Diploma**

Parlagutan Silitonga, Eriyatno, Dadang Sukandar, Nurmala Panjaitan

**140 Faktor-Faktor yang Memengaruhi Perkembangan Investasi pada Industri Tekstil dan Produk Tekstil (TPT) Indonesia**

Alla Asmara, Yeti Lis Purnamadewi, Sri Mulatsih, Tanti Novianti

**161 Evaluasi Kesuksesan Sistem Informasi ERP pada Usaha Kecil Menengah Studi Kasus: Implementasi SAP B1 di PT CP**

Kursehi Falgenti, Said Mirza Pahlevi

**184 Firm's Obstacles and Survival: The Study of Firm's Life Cycle and Obstacles in Indonesia**

Retno Ardianti

**195 Analysis of Marketing Channels and Price Effect to Rice Marketing Efficiency in Aceh, Indonesia**

Mukhlis Yunus, Hendra Syahputra

**207 The Effect of TQM Practices on Corporate Performance and Competitive Advantage as Mediating Variable: Study at Manufacturing Companies in Makassar, South Sulawesi Province**

Musran Munizu

# Faktor - Faktor yang Memengaruhi Kompensasi Eksekutif dan Dampaknya terhadap Kinerja BUMN Perkebunan

Dyan Vidyatmoko<sup>1</sup>  
Bunasor Sanim<sup>2</sup>  
Hermanto Siregar<sup>2</sup>  
M. Said Didu<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Pusat Pengkajian Kebijakan Inovasi Teknologi, Badan Pengkajian dan Penerapan Teknologi

<sup>2</sup> Program Studi Manajemen dan Bisnis, Institut Pertanian Bogor

<sup>3</sup> Kementerian Negara BUMN

## Abstrak

*Penelitian ini bertujuan untuk (1) menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi kompensasi eksekutif BUMN Perkebunan Indonesia, (2) menganalisis hubungan antara faktor-faktor tersebut dengan kinerja BUMN Perkebunan dan (3) menganalisis hubungan antara kompensasi eksekutif dengan kinerja BUMN Perkebunan. Metode analisis yang digunakan adalah Structural Equation Model (SEM), analisis kontingensi, analisis regresi dan analisis kualitatif. Hasil studi menunjukkan bahwa dari semua faktor yang diidentifikasi, mekanisme keputusan eksekutif, kompleksitas jabatan, skala usaha, kemampuan perusahaan membayar kompensasi, dan diversifikasi produk dan perluasan pasar mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Human capital dan pasar tenaga kerja eksekutif mempunyai hubungan signifikan dengan kompensasi eksekutif. Temuan lain dari penelitian ini menunjukkan bahwa skala usaha mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kinerja pelanggan, kinerja proses bisnis internal, dan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran. Kemampuan perusahaan membayar kompensasi mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan, kinerja pelanggan, dan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran. Diversifikasi produk dan perluasan pasar mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kinerja pelanggan dan kinerja proses bisnis internal. Penelitian ini juga memberikan hasil bahwa kompensasi eksekutif mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan, kinerja pelanggan, kinerja proses bisnis internal, dan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran.*

*Kata kunci: Kompensasi Eksekutif, Kinerja, BUMN, SEM, Analisis Regresi*

## Abstract

*The objectives of this research are (1) to analyse determinants of the influencing factors of the Indonesian Estate State-owned enterprises' executive compensations;(2) to analyse the relationship between those influencing factors with firm performances, and (3) to analyse the relationship between compensation executive and firm performances. Statistical methods used are structural equation model (SEM), contingency analysis, regresion analysis and qualitative analysis The study found out that executive decision mechanism, job complexity, firm size, firm ability to pay compensation, and product diversification and market expansion have positive correlation and significant influenced to executive compensation. Human capital, business risk, executive employment market have significant correlations to executive compensation. The research has shown that firm size has positive correlation and significant influenced towards customers performance, internal business process performance, and growth and learning performance. Firm ability to pay has positive correlation and significant influenced towards financial performance, customer performance and growth and learning performance. Product diversity and market expansion has positive correlation and significant influence to customer performance and internal busines process performance. The research has also shown a result that executive compensation provide positive correlation and significant influence towards financial performance, customer performance, internal process performance, and growth and learning performance.*

*Keywords: Executive Compensation, Performance, Estate State Owned Enterprises, Structural Equation Model, Regression Analysis*

## 1. Pendahuluan

Kompensasi eksekutif merupakan isu yang banyak menjadi perdebatan dan penelitian di negara-negara maju sejak tahun 1990an. Perdebatan kompensasi eksekutif menjadi topik utama dalam kehidupan bisnis di media masa seperti surat kabar dan majalah (Otten, 2008). Faktor-faktor yang memengaruhi kompensasi eksekutif menjadi bahan penelitian lebih dari 300 studi (Gomez-Mejia dan Wiseman, 1997). Faktor-faktor yang menentukan kompensasi eksekutif pada umumnya dibahas dari perspektif ekonomi, manajemen dan tata kelola. Dalam bidang ekonomi, penelitian kompensasi eksekutif sebagian besar membahas hubungan antara kompensasi eksekutif dengan kinerja perusahaan. Berdasarkan bukti empiris, variabel kinerja memberikan pengaruh yang beragam terhadap kompensasi eksekutif pada berbagai industri (Barkema dan Gomez-Mejia, 1998).

Di luar kinerja perusahaan, studi lainnya membahas hubungan kompensasi eksekutif dengan variabel tingkat perusahaan seperti skala (size) perusahaan (Veliyath, 1996). Berdasarkan bukti empiris, variabel yang menunjukkan konsistensi hubungan positif dengan kompensasi eksekutif adalah skala perusahaan (Tosi et al, 2004). Peneliti manajemen mengkaji variabel-variabel tingkat individu seperti umur eksekutif, lamanya menjadi eksekutif (tenure), kepemilikan saham dan motivasi (Rajagopalan dan Finkelstein, 1992) sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi kompensasi eksekutif. Variabel strategi perusahaan (Gomez-Mejia, 1992) dan pasar tenaga kerja eksekutif (Veliyath et al, 1994) dibahas sebagai faktor-faktor yang menentukan kompensasi eksekutif dalam suatu perusahaan.

Pengaruh tata kelola dan mekanisme insentif bagi kompensasi eksekutif juga dibahas (Canyon dan Peck, 1998). Variabel lainnya yang dianggap mempengaruhi kompensasi eksekutif adalah komposisi dewan direksi (Boyd, 1995), struktur industri (Rajagopalan dan Prescott, 1990) dan komposisi Komite Kompensasi (Daily *et al*, 1998).

Dalam menyikapi hasil-hasil tersebut di atas, Daily *et al* (1998) menyarankan diperlukan teori lain, disamping teori keagenan, dalam melakukan penelitian kompensasi eksekutif di masa mendatang. Barkema dan Gomez-Mejia (1998) menyatakan penelitian selanjutnya perlu dilakukan dengan arah baru untuk mengkaji alternatif lain hubungan kompensasi eksekutif dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Faktor yang menentukan kompensasi eksekutif dapat dilihat sebagai suatu proses yang kompleks yang banyak melibatkan banyak faktor. Hal ini membawa implikasi pertanyaan ruang lingkup faktor-faktor yang mempengaruhi kompensasi eksekutif dapat berbeda antar negara.

Kebanyakan studi empiris kompensasi eksekutif dilakukan di negara-negara maju, terutama Amerika Serikat (AS) dan Inggris. Sebaliknya, di negara-negara berkembang seperti Indonesia sangat sedikit pengetahuan faktor-faktor yang berpengaruh kompensasi eksekutif. Dengan karakteristik yang berbeda maka mempelajari kompensasi eksekutif dengan latar belakang negara berkembang seperti Indonesia tentu berbeda kondisinya dengan negara-negara maju.

Dalam upaya untuk mengisi gap tersebut, studi ini secara umum bertujuan untuk melakukan analisis pengaruh dari faktor-faktor yang menentukan terhadap kompensasi eksekutif BUMN Perkebunan di Indonesia. Tujuan penelitian ini secara rinci adalah (a) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kompensasi eksekutif BUMN Perkebunan Indonesia, (b) menganalisis hubungan faktor-faktor tersebut dengan kinerja BUMN Perkebunan, dan (c) menganalisis hubungan kompensasi eksekutif dengan kinerja BUMN Perkebunan.

## 2. Landasan Teori

Kerangka teori kompensasi eksekutif pada umumnya membahas dua pertanyaan yaitu pertama, bagaimana teori ekonomi menjelaskan kompensasi eksekutif dan kedua, apakah teori *non* ekonomi dapat memberikan penjelasan kompensasi eksekutif. Berkaitan dengan pertanyaan pertama, penelitian kompensasi eksekutif didasarkan atas teori keagenan, teori *human capital* dan teori turnamen (Hallock dan Murphy, 1999). Teori *non* ekonomi yang menjelaskan kompensasi eksekutif pada umumnya didasarkan atas teori perbandingan sosial, teori informasi dan teori kekuatan (Tosi dan Greckhamer, 2004).

Otten (2008) melakukan ulasan terhadap 16 teori yang berkaitan dengan kompensasi eksekutif dan membagi teori tersebut menjadi tiga pendekatan yaitu pendekatan nilai (*value approach*), pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan simbolik (*symbolic approach*). Menurut Otten (2008) pendekatan nilai untuk menjawab pertanyaan berapa banyak membayar (*how much to pay*) dan didasarkan atas mekanisme pasar dan kekuatan pasar. Pendekatan keagenan untuk menjawab pertanyaan bagaimana cara membayar (*how to pay*) dan berdasarkan atas pentingnya pengaturan tata kelola pada tingkat nasional dan perusahaan. Pendekatan simbolik digunakan untuk menjawab pertanyaan kompensasi apa yang seharusnya diberikan (*what pay ought to represent or reflect*).

Teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) didasarkan pada prinsip teoritis bahwa perusahaan dibentuk atas dasar kontrak. Unit analisis dalam teori keagenan adalah kontrak dimana pemegang saham (principal) menugaskan manajer puncak (agent) untuk melaksanakan pekerjaan atas nama principal. Kontrak memberikan perincian aturan hubungan keagenan, kriteria evaluasi dan penghargaan (Fama dan Jensen, 1983). Adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan (ownership) dan fungsi pengendalian (control) dalam hubungan keagenan sering menimbulkan masalah-masalah keagenan (agency problems). Masalah-masalah keagenan tersebut timbul karena adanya konflik atau perbedaan kepentingan antara principal dan agent.

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan tentang penentuan kontrak yang paling efisien yang dapat membatasi konflik atau masalah keagenan (Eisenhardt, 1989). Namun demikian, adanya kontrak yang efisien belum cukup untuk mengatasi masalah keagenan. Konsep corporate governance (CG) timbul karena adanya keterbatasan dari teori keagenan dalam mengatasi masalah keagenan dan dapat dipandang sebagai kelanjutan dari teori keagenan (Ariyoto, 2000). Menurut Asian Development Bank (2003) CG timbul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol perusahaan. Menurut Kementerian Negara BUMN (2002) terdapat lima prinsip corporate governance yaitu transparansi, kemandirian, akuntabilitas, pertanggungjawaban dan kewajiban/keadilan (fairness)

Finkelstein dan Hambrick (1988) dan Gomez-Mejia dan Balkin (1992) membuat analisis penelitian dengan mengajukan usulan kerangka pikir untuk mengkaji kompensasi eksekutif. Kerangka pikir tersebut berdasarkan determinan, dimensi dan dampak dari kompensasi eksekutif. Pendekatan Finkelstein dan Hambrick mengasumsikan bahwa kompensasi dipengaruhi oleh tiga determinan utama yaitu faktor pasar, sosial dan politik. Dimensi kompensasi terdiri dari bonus, benefit dan nilai kontingen kompensasi seperti opsi saham atau hak saham. Dampak kompensasi eksekutif dapat dijelaskan dalam bentuk perilaku CEO, pemegang saham dan akhirnya kinerja perusahaan.

Barkema dan Gomez-Mejia (1998) menyatakan secara teoritis determinan kompensasi eksekutif dibagi menjadi tiga kategori umum yaitu kriteria (criteria), tata kelola (governance) dan kontingensi (contingencies). Kriteria (criteria) menyangkut penentuan kompensasi eksekutif dipengaruhi oleh kinerja, skala usaha (Tosi et al., 2000), pasar tenaga kerja (Finkelstein dan Hambrick, 1989), human capital (Gomez-Mejia dan Wiseman, 1997). Barkema dan Meija (1997) menyatakan kompensasi eksekutif juga dipengaruhi oleh kriteria lainnya seperti pasar, kompensasi peer, perilaku, karakteristik individu dan peranan atau posisi.

Tata kelola (governance) menyangkut keputusan sampai berapa banyak eksekutif seharusnya dibayar didasarkan tidak hanya pada kriteria di atas, tetapi juga tergantung pada individu yang membuat keputusan seperti Komite kompensasi (Ezzamel dan Watson, 1998), struktur dan komposisi kepemilikan (Tosi dan Gomez-Mejia, 1989), pasar bagi kontrol korporat (Jensen, 1983), dan skala tim eksekutif (Eriksson, 1999).

Struktur dan komposisi kepemilikan meliputi keberadaan pemegang saham yang besar, pemegang saham institusi, pemegang saham keluarga atau pemilikan manajer. Struktur dan komposisi dewan direksi yang meliputi duality CEO (CEO sebagai anggota dewan komisaris dan presiden direktur), prosentasi direksi yang berasal dari luar dan asal daerah dari dewan komisaris.

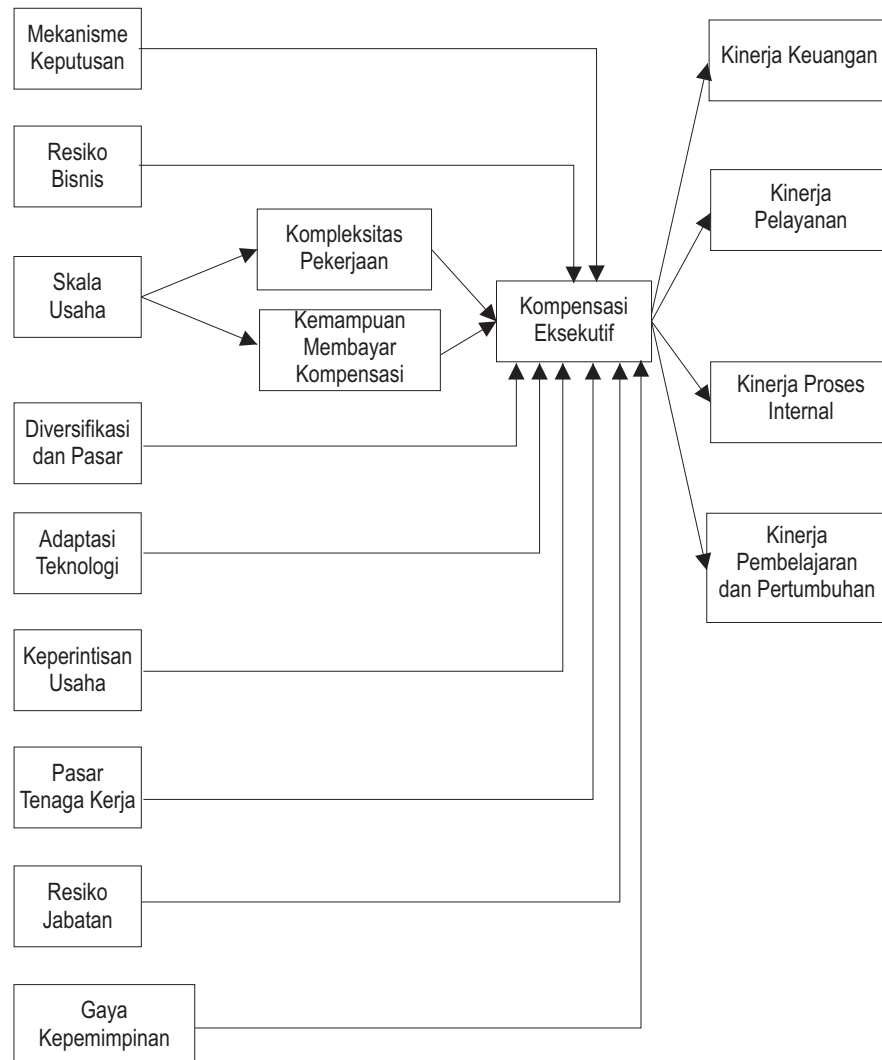
Kontingensi (*contingencies*) berkaitan efektivitas sistem kompensasi tergantung praktek kompensasi konsisten dengan kondisi internal dan eksternal yang dihadapi suatu perusahaan. Oleh karena itu, faktor seperti strategi organisasi (Finkelstein dan Boyd, 1998), industri, tingkat R&D (Gomez-Mejia, 2001), dan strategi bisnis (Sander dan Carpenter, 1998) memainkan peranan penting dalam kompensasi eksekutif. Studi kompensasi eksekutif banyak dilakukan di negara-negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Tetapi dalam perkembangan selanjutnya penelitian kompensasi eksekutif di negara lain sudah mulai berkembang. Hasil penelitian tentang berbagai variabel yang digunakan dalam penelitian sebelumnya dari jurnal ilmiah dan disertasi berbagai negara disajikan pada Tabel 1

Tabel 1. Variabel-variabel Yang Digunakan Dalam Penelitian Sebelumnya di Berbagai Negara Tahun 1990 - 2007

No	Nama Variabel	Metode	Penulis dan Tahun
1	Kinerja Perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Model ekonomi</li> <li>• Model regresi OLS</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• SEM</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• DEA</li> <li>• Analisis regresi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jensen dan Murphy, 1990</li> <li>• Gregg <i>et al</i>, 1993</li> <li>• Conyon dan Leech, 1994</li> <li>• Main <i>et al</i>, 1995</li> <li>• Vitniemi, 1997</li> <li>• Hall dan Liebman, 1998</li> <li>• Snider, 2000</li> <li>• Ha, 2000</li> <li>• Torello, 2000</li> <li>• Attaway, 2000</li> <li>• Randoy dan Nielsen, 2002</li> <li>• Mitchell, 2002</li> <li>• Cordeire dan Veliyath, 2003</li> <li>• Choo dan Tan, 2004</li> <li>• Kato dan Kubo, 2005</li> <li>• Cordeiro <i>et al</i>, 2006</li> <li>• Liling, 2006</li> <li>• Zhu, 2007</li> </ul>
2	Skala Usaha	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Model regresi OLS</li> <li>• Model ekonomi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• DEA</li> <li>• Analisis regresi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ha, 2000</li> <li>• Snider, 2000</li> <li>• Cordeire dan Veliyath, 2003</li> <li>• Cordeiro <i>et al</i>, 2006</li> <li>• Zhu, 2007</li> <li>• Hijazi dan Bhatti, 2007</li> </ul>
3	<i>Human Capital</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Model regresi OLS</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Model ekonomi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Attaway, 2000</li> <li>• Torello, 2000</li> <li>• Ha, 2000</li> <li>• Ramaswamy <i>et al</i>, 2000</li> <li>• Snider, 2000</li> <li>• Mitchell, 2002</li> <li>• Hijazi dan Bhatti, 2007</li> </ul>
4	Kompleksitas Jabatan	Analisis regresi	• Hijazi dan Bhatti, 2007
5	Kemampuan Perusahaan Membayar Kompensasi	Analisis regresi	• Hijazi dan Bhatti, 2007
6	Komposisi Dewan Komisaris	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Model regresi OLS</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> <li>• Analisis regresi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ha, 2000</li> <li>• Mitchell, 2002</li> <li>• Randoy dan Nielsen, 2002</li> <li>• Cordeire dan Veliyath, 2003</li> <li>• Ramaswamy <i>et al</i>, 2000</li> <li>• Zhu, 2007</li> </ul>
7	Resiko bisnis	Analisis regresi	• Torello, 2000

Penelitian ini merupakan gabungan dari hasil pemetaan variabel yang mempengaruhi kompensasi eksekutif dan pengembangan dari kajian teoritis yang diajukan oleh Finkelstein dan Hambrick (1988) dan Barkema dan Gomez-Mejia (1998). Dibandingkan dengan konsep teoritis Barkema dan Gomez-Mejia (1998) ada penambahan tiga variabel dari kategori kriteria yaitu keperintisan usaha (*intrapreneurship*), resiko jabatan (*job risk*) dan gaya kepemimpinan. Terdapat penambahan satu variabel dari kategori tata kelola yaitu mekanisme pengambilan keputusan di tingkat eksekutif.

Disamping itu, terdapat perubahan variabel komposisi dewan komisaris menjadi efektivitas arahan Rapat Umum Pemegang Saham dan perubahan variabel tingkat litbang menjadi tingkat kemampuan adaptasi teknologi (Gambar 1).



Gambar 1. Model Penelitian Kompensasi Eksekutif BUMN Perkebunan Indonesia

Model penelitian diperinci menjadi dua model analisis yaitu model analisis dengan variabel laten tingkat individu seperti *human capital* (dengan indikator tenure, umur dan pendidikan), efektivitas RUPS (indikator efektivitas sistem pengawasan dan efektivitas arahan kebijakan), mekanisme keputusan eksekutif (indikator transparansi, akuntabilitas, keadilan, tanggung jawab) resiko bisnis (indikator fluktuasi harga dan fluktuasi produktivitas), kemampuan adaptasi teknologi (indikator implementasi perbaikan teknologi dan kemampuan antisipasi teknologi), pasar tenaga kerja eksekutif (indikator total kompensasi perusahaan pesaing), kompleksitas jabatan (indikator *span of control*, *function division*, *management level* dan jumlah tanggung jawab), resiko jabatan (indikator tingkat dan jumlah resiko) dan gaya kepemimpinan (indikator *transformasional*, *transaksional*, demokratis dan mengarahkan).

Model analisis lainnya adalah variabel tingkat perusahaan yaitu skala usaha (indikator total penjualan, nilai aset dan jumlah pegawai), kemampuan perusahaan membayar kompensasi (indikator total profit dan ROI, diversifikasi produk dan perluasan pasar (indikator diversifikasi produk dan target pemasaran) dan keperintisan usaha (indikator jumlah anak perusahaan dan jumlah inovasi).

### 3. Metode Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data primer dan data sekunder. Data primer berupa variabel tingkat individu didapat melalui penyebaran kuesioner (skala *Likert*) ke setiap direksi dan dewan komisaris PTPN/PTRNI, setiap *decision makers* kompensasi eksekutif di Kementerian Negara BUMN, *stake holders* dari Ditjen Perkebunan, dan beberapa karyawan BUMN Perkebunan. Data sekunder berupa variabel-variabel tingkat perusahaan, variabel *human capital*, variabel kompleksitas jabatan, kompensasi eksekutif dan variabel kinerja perusahaan adalah data kuantitatif yang diperoleh dari Kementerian Negara BUMN, PTPN/RNI dan instansi terkait.

Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive*. Perincian rencana responden adalah seluruh direksi dan komisaris PTPN/RNI (147 responden), seluruh *decision makers* di Kementerian Negara BUMN (17 responden), dua *stake holders* di Ditjenbun dan 66 karyawan BUMN Perkebunan Dalam pelaksanaannya, jawaban responden tidak sesuai dengan yang direncanakan. Respon responden eksekutif sebesar 55,78 %, *decision makers* 73,33 %, Ditjenbun 100 % dan karyawan 37,88 %, sehingga jumlah responden yang digunakan dalam penelitian ini adalah 120 responden. Analisis *Structural Equation Model* (SEM) memungkinkan dilakukan dengan jumlah sampel 100- 200 (Hair *et al*, 1999).

Analisis SEM (program LISREL) dan analisis kontingensi dipergunakan untuk menjawab tujuan penelitian pertama. Variabel independen yang digunakan dalam analisis SEM adalah sembilan variabel laten penentu kompensasi eksekutif pada tingkat individu sedangkan variabel dependen adalah kompensasi eksekutif. Uji validitas dan uji reliabilitas dilakukan untuk menguji alat ukur penelitian. Uji reliabilitas dan uji validitas indikator, uji model pengukuran dan uji model struktural dilakukan dalam analisis SEM. Uji *chi square* dan koefisien kontingensi dilaksanakan dalam analisis kontingensi.

Metode *Two Stage Least Square* (2 SLS) dipergunakan untuk menjawab tujuan penelitian pertama dan ketiga. Variabel independen yang digunakan adalah empat variabel penentu kompensasi eksekutif pada tingkat perusahaan, sedangkan variabel dependennya adalah kompensasi eksekutif.



Metode 2 SLS juga digunakan untuk menjawab tujuan penelitian ketiga. Variabel independen yang dipakai adalah kompensasi eksekutif dan variabel dependen adalah kinerja perusahaan. Prosedur metode 2 SLS dilaksanakan melalui spesifikasi model, identifikasi model, model pendugaan, validasi model dan simulasi kebijakan dampak. Terdapat lima simulasi kebijakan dampak yaitu peningkatan masing-masing 10 persen terhadap skala usaha, kemampuan bayar, strategi bisnis, keperintisan usaha dan kombinasinya.

#### 4. Hasil dan Pembahasan

##### 4.1. Faktor-faktor yang Memengaruhi Kompensasi Eksekutif (Variabel Tingkat Individu)

Hasil uji validitas dan uji reliabilitas dengan teknik *Cronbach alpha* menunjukkan kuisioner yang telah dibuat adalah valid dan reliabel pada taraf kepercayaan 95 %. Hasil pengujian validitas dan reliabilitas indikator, berdasarkan nilai muatan faktor yang lebih besar dari 0.5 dan nilai *t* yang lebih besar dari 1.96, menunjukkan sembilan variabel laten yang diteliti secara konsisten dan tepat dijelaskan oleh masing-masing variabel indikatornya. Hasil perhitungan uji reliabilitas konstruk atau reliabilitas komposit masing-masing model pengukuran dengan kriteria koefisien reliabilitas konstruk dan atau *variance extracted* didapat bahwa seluruh variabel laten mempunyai nilai koefisien reliabilitas konstruk lebih besar 0.70 dan *variance extracted* lebih besar 0.50 kecuali variabel laten *human capital*.

Hasil uji persamaan struktural untuk model tingkat individu menunjukkan bahwa, dilihat dari ukuran-ukuran nilai  $\chi^2$ , *df*, *p* value yang lebih besar dari  $\alpha=0.05$ , RMSEA yang lebih kecil dari 0.08, nilai GFI, nilai AGFI dan nilai CGI, model dasar persamaan struktural tersebut merupakan model yang baik. Tetapi jika dilihat hubungan antara variabel laten eksogen dengan variabel laten endogen masih banyak yang tidak mempunyai hubungan signifikan dan masih bervariasi pengaruh suatu variabel terhadap variabel lain sehingga sulit untuk menarik kesimpulan karena kurang didukung oleh teori.

Setelah dilakukan respesifikasi berulang-ulang, diperoleh model terbaik dari hasil analisis sembilan variabel laten penentu kompensasi eksekutif dengan menggunakan SEM. Hasil model terbaik ini ditunjukkan dengan nilai  $\chi^2=50$ , *df*=36, *p* value=0.05, RMSEA= 0.059, nilai GFI =0.93, nilai CFI=0.98. Mekanisme keputusan eksekutif (MK) dan kompleksitas jabatan (KJ) memberikan pengaruh secara langsung terhadap kompensasi eksekutif dengan signifikan 0.05 dan nilai *t* sebesar 2.50 untuk MK dan nilai *t* = 14.91 untuk KJ.

Mekanisme keputusan eksekutif mempunyai pengaruh terhadap kompensasi eksekutif dengan nilai 0.17 dan *standard error* = 0.07, yang artinya peningkatan satu standar deviasi mekanisme keputusan eksekutif akan meningkatkan kompensasi eksekutif dengan 0.17 standar deviasi. Sumbangan masing-masing indikator transparansi, akuntabilitas, keadilan dan pertanggungjawaban terhadap variabel laten mekanisme keputusan eksekutif secara berturut-turut adalah 0.83, 0.96, 0.80 dan 0.70.

Kompleksitas jabatan memberikan pengaruh terhadap kompensasi eksekutif dengan nilai 0.99 dan *standard error* = 0.07, yang artinya peningkatan satu standar deviasi kompleksitas jabatan akan meningkatkan kompensasi eksekutif dengan 0.99 standar deviasi. Variabel laten kompleksitas jabatan dibentuk oleh indikator-indikator. Sumbangan masing-masing indikator *span of control*, *function division*, *management level* dan jumlah tanggung jawab terhadap variabel laten secara berturut-turut adalah 0.41, 0.41, 1.10 dan 0.27.

Dengan demikian, secara statistik hasil ini menunjukkan bahwa model teoritik sesuai dengan data penelitian. Oleh karena itu, model ini dapat digunakan untuk menjelaskan pengaruh dua variabel laten eksogen yaitu mekanisme keputusan eksekutif dan kompleksitas jabatan terhadap variabel laten endogen kompensasi eksekutif. Dari hasil analisis SEM, dengan berbagai modifikasi, menunjukkan bahwa hanya ada dua variabel laten yaitu mekanisme keputusan eksekutif dan kompleksitas jabatan yang mempunyai pengaruh langsung dan positif terhadap kompensasi eksekutif. Oleh karena itu agar dapat memberikan gambaran yang lebih jelas tentang hubungan antar variabel maka dilakukan analisis kontingensi.

Hasil analisis kontingensi menunjukkan beberapa variabel mempunyai hubungan signifikan dengan kompensasi eksekutif. Pertama, variabel human capital mempunyai hubungan signifikan dengan variabel kompensasi eksekutif. Ukuran keeratan antara dua variabel adalah 0.437. Jika indikator-indikator human capital dikorelasikan dengan komponen kompensasi eksekutif, terdapat korelasi yang signifikan antara indikator-indikator human capital dan komponen kompensasi eksekutif kecuali tidak ada hubungan yang signifikan antara indikator umur dengan indikator bonus. Apabila variabel kompensasi eksekutif dihubungkan dengan indikator-indikator human capital, hasil koefisien chi square adalah signifikan pada tingkat 1 % untuk tenure, signifikan pada tingkat 5 % untuk umur dan signifikan pada tingkat 5 % untuk pendidikan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan terhadap hubungan kompensasi eksekutif dengan human capital (Torello, 2000), dengan umur (Ramaswamy et al, 2000), dengan tenure (Snider, 2000), dengan umur dan tenure (Ha, 2000).

Kedua, mekanisme keputusan eksekutif mempunyai hubungan signifikan dengan kompensasi eksekutif. Ukuran keeratan antara dua variabel adalah 0.360. Dikaitkan dengan indikator-indikator mekanisme keputusan eksekutif, maka didapatkan hasil bahwa hanya prinsip akuntabilitas mempunyai hubungan signifikan dengan gaji, benefit dan bonus dari eksekutif BUMN Perkebunan. Hubungan signifikan juga terjadi antara kompensasi eksekutif dengan salah satu indikator mekanisme keputusan eksekutif yaitu akuntabilitas dengan koefisien sebesar 0.029.

Ketiga, pasar tenaga kerja eksekutif mempunyai hubungan signifikan dengan kompensasi eksekutif, ditunjukkan dengan koefisien *Chi-square* sebesar 0,028. Ukuran keeratan antara dua variabel adalah 0.401. Hubungan signifikan juga terjadi antara indikator benefit dengan total kompensasi eksekutif dengan koefisien *chi square* sebesar 0.034. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Finkelstein dan Hambrick (1989).

Keempat, kompleksitas jabatan mempunyai korelasi signifikan dengan kompensasi eksekutif. Ukuran keeratan antara dua variabel adalah 0.542. Keempat indikator dari kompleksitas jabatan mempunyai korelasi signifikan terhadap total kompensasi eksekutif. Keempat indikator ini juga mempunyai korelasi signifikan terhadap gaji, benefit dan bonus, yang ditunjukkan dengan koefisien *chi square* berturut-turut sebesar 0.001, 0.001, 0.001 dan 0.004.

#### 4.2. Faktor-faktor yang Memengaruhi Kompensasi Eksekutif (Variabel Tingkat Perusahaan)

Berdasarkan kriteria statistik, hasil estimasi model akhir dari pengaruh faktor-faktor yang menentukan kompensasi eksekutif terhadap kompensasi eksekutif BUMN Perkebunan menunjukkan indikator statistik yang relatif baik. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) lebih besar dari 0.70 yaitu 0.84.

Dari nilai  $R^2$  dapat diketahui bahwa variasi perubahan kompensasi eksekutif sebesar 84 % dijelaskan oleh variabel independennya, sedangkan sisanya 16 % dijelaskan oleh faktor lain yang tidak masuk dalam model. Berdasarkan statistik uji F, nilai  $Prop >F$  bernilai  $<0.001$ , hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen dapat menjelaskan variabel dependennya secara nyata. Jika ditinjau dari nilai Durbin Watson (DW), persamaan ini menghasilkan nilai DW yang mendekati nilai 2, sehingga model ini mengindikasikan tidak adanya masalah autokorelasi.

Dari model akhir ini didapatkan hasil bahwa skala usaha (indikator total penjualan), kemampuan perusahaan membayar kompensasi eksekutif (indikator total profit), dan diversifikasi produk dan perluasan pasar (indikator diversifikasi produk) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Hijazi dan Bhatti (2007) yang menunjukkan bahwa skala usaha dengan indikator total penjualan mempunyai hubungan positif dengan kompensasi eksekutif pada perusahaan di Pakistan.

Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Lewellen dan Hunstmen (1970) yang menemukan bukti bahwa kompensasi eksekutif sangat tergantung pada profit yang dihasilkan perusahaan. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Cordeire dan Veliyath (2003), Finkelstein dan Boyd (1998), Carpenter (1998) dan kerangka umum untuk memahami kompensasi eksekutif yang dibuat oleh Barkema dan Gomez-Mejia (1998) terkait hubungan diversifikasi produk dengan kompensasi eksekutif.

#### **4.3. Hubungan Faktor-faktor Penentu Kompensasi dengan Kinerja Perusahaan (Variabel Tingkat Perusahaan)**

Hasil analisis dengan menggunakan metode 2 SLS menunjukkan bahwa (1) kemampuan bayar (total profit) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja keuangan (EBIT), (2) kemampuan bayar (ROI) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja keuangan (ROE), (3) diversifikasi produk dan perluasan pasar (target pemasaran) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja pelanggan (volume penjualan), (4) skala usaha (nilai aset) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja pelanggan (harga jual), (5) kemampuan bayar (ROI) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja pelanggan (harga jual), (6) diversifikasi produk dan perluasan pasar (diversifikasi produk) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja pelanggan (harga jual), (7) skala usaha (jumlah pegawai) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja proses internal (target rendemen), (8) diversifikasi produk dan perluasan pasar (target pemasaran) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja proses internal (realisasi rendemen), (9) kemampuan bayar (total profit) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran (investasi diklat), (10) skala usaha (jumlah pegawai) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran (jumlah pegawai ikut diklat), dan (11) kemampuan bayar (total profit) mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan dengan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran (jumlah pegawai ikut diklat).

#### 4.4. Hubungan Kompensasi Eksekutif dengan Kinerja BUMN Perkebunan

Dari hasil modifikasi pada model akhir didapatkan beberapa hasil penting. Pertama, kompensasi eksekutif memberikan pengaruh signifikan terhadap EBIT (sebagai indikator dari kinerja keuangan). Dari hasil perhitungan juga didapatkan bahwa kompensasi eksekutif tidak memberikan pengaruh signifikan dan positif terhadap ROE (sebagai indikator kinerja keuangan). Kedua, kompensasi eksekutif memberikan pengaruh terhadap volume penjualan, harga jual dan wilayah pasar (sebagai indikator dari kinerja pelanggan). Sebaliknya, kompensasi eksekutif tidak memberikan pengaruh signifikan dan positif terhadap harga jual (sebagai indikator dari kinerja pelanggan).

Ketiga, kompensasi eksekutif memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap target rendemen dan realisasi rendemen (sebagai indikator dari kinerja proses bisnis internal). Keempat, kompensasi eksekutif memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap jumlah investasi diklat dan jumlah pegawai yang ikut diklat.

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kompensasi eksekutif memberikan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (EBIT), kinerja pelanggan (volume penjualan, harga jual, wilayah pasar), kinerja proses bisnis internal (target rendemen, realisasi rendemen), dan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran (jumlah investasi diklat dan jumlah pegawai yang ikut diklat). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Gregg et al (1993), Conyon dan Leech (1994), Main et al (1995), Hall dan Liebman (1998), Vittaniemi (1997), Cordeiro dan Veliyath (2003), Cordeiro et al (2006), Liling (2006), Choo dan Tan (2004), Snider (2000), Ha (2000) dan Torello (2000).

Hasil skenario dengan menganggap variabel independen adalah indikator-indikator kinerja perusahaan dan kompensasi eksekutif sebagai variabel dependen menunjukkan sangat sedikit terdapat hubungan dan pengaruh yang signifikan antara variabel indikator kinerja perusahaan (EBIT) dan kinerja pelanggan (harga jual) terhadap kompensasi eksekutif. Hasil ini memperkuat penelitian Choo dan Tan (2004) yang menyatakan bahwa arah hubungan kompensasi menuju kinerja, bukan arah sebaliknya.

Ada berbagai alasan mengapa arah hubungan terjadi dari kompensasi eksekutif menuju kinerja pada kasus BUMN Perkebunan di Indonesia. Dikaitkan dengan kompensasi eksekutif perusahaan sejenis yaitu perkebunan swasta nasional dan swasta asing, kompensasi eksekutif BUMN Perkebunan termasuk dalam kategori lebih rendah atau *underpay*. Dengan relatif rendahnya kompensasi eksekutif BUMN Perkebunan maka kinerja yang dihasilkan akan sesuai dengan kompensasi yang didapat eksekutif. Alasan lainnya adalah terkait dengan sistem seleksi untuk mendapatkan eksekutif, khususnya direksi, yang sebagian besar berasal dari internal BUMN Perkebunan.

Dengan sistem seleksi seperti ini, kompensasi eksekutif dianggap sebagai satu hadiah pada suatu kontes bagi para karyawan BUMN Perkebunan. Hadiah pertama bagi suatu persaingan adalah kompensasi tertinggi yang diterima oleh pemenangnya, menjadi direksi yaitu posisi ranking paling tinggi dalam suatu PTPN/RNI. Alasan berikutnya, terkait dengan kondisi dimana eksekutif bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham sehingga eksekutif termotivasi untuk memaksimalkan keinginan pemegang saham.

Kondisi ini tercermin pada waktu eksekutif menerima kontrak manajemen yang berisi antara lain tentang besarnya kompensasi eksekutif dan target KPI yang harus dijalankan eksekutif. Alasan terakhir adalah eksekutif menganggap bahwa insentif moneter dapat digantikan dengan motivasi intrinsik. Dengan adanya motivasi tersebut berarti bahwa eksekutif melaksanakan tugas karena kepuasan atau kesenangan pada situasi tertentu dan meskipun tugas tersebut menghasilkan kinerja yang bagus tetapi dengan kompensasi moneter yang relatif tidak besar.

#### **4.5. Dampak Perubahan Kebijakan Faktor Penentu Kompensasi Eksekutif terhadap Kinerja BUMN Perkebunan**

Berdasarkan hasil analisis dampak kebijakan faktor-faktor yang menentukan kompensasi eksekutif terhadap kinerja BUMN Perkebunan BUMN Perkebunan dapat dikatakan bahwa (1) apabila diversifikasi produk dan perluasan pasar ditingkatkan 10 persen maka kinerja pelanggan (volume penjualan) sensitif terhadap perubahan tersebut dan (2) apabila kombinasi skala usaha, kemampuan bayar, diversifikasi produk dan perluasan pasar dan keperintisan usaha ditingkatkan 10 persen maka hasil simulasi menunjukkan bahwa kinerja keuangan (EBIT), kinerja pelanggan (pangsa pasar dan volume penjualan) dan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran (jumlah investasi dan jumlah pegawai ikut Diklat) sensitif terhadap perubahan tersebut.

### **5. Kesimpulan**

Dari hasil penelitian disimpulkan:

- 1) Terdapat faktor-faktor penentu kompensasi eksekutif yang mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan yaitu mekanisme keputusan eksekutif, kompleksitas jabatan, skala usaha (indikator total penjualan), kemampuan bayar (indikator total profit), dan diversifikasi produk dan perluasan pasar (indikator diversifikasi produk). Terdapat variabel yang mempunyai hubungan signifikan dengan kompensasi eksekutif yaitu *human capital* dan pasar tenaga kerja eksekutif.
- 2) Terdapat faktor-faktor penentu kompensasi eksekutif yang mempunyai hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kinerja BUMN Perkebunan di Indonesia yaitu skala usaha, kemampuan perusahaan membayar kompensasi eksekutif, diversifikasi produk dan perluasan pasar.
- 3) Kompensasi eksekutif memberikan hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (EBIT), kinerja pelanggan (volume penjualan, harga jual, wilayah pasar), kinerja proses bisnis internal (target dan realisasi rendemen), dan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran (jumlah investasi diklat dan jumlah pegawai yang ikut diklat).
- 4) Simulasi kebijakan peningkatan diversifikasi produk dan perluasan pasar memberikan pengaruh sensitif terhadap kinerja pelanggan (volume penjualan).
- 5) Simulasi kebijakan kombinasi skala usaha, kemampuan perusahaan membayar kompensasi, diversifikasi produk dan perluasan pasar dan keperintisan usaha memberikan pengaruh yang sensitif terhadap kinerja keuangan (EBIT), kinerja pelanggan (pangsa pasar, volume penjualan) dan kinerja pertumbuhan dan pembelajaran (investasi diklat dan jumlah pegawai ikut diklat).

## Daftar Pustaka

- Ariyoto, K. (2000). Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya. Usahawan No 10 tahun XXIX Oktober.
- Asian Development Bank. (2003). *Corporate Governance for Business Enterprises*. ADB. Manila.
- Barkema, H.G and Gomes-Mejia.L.R (1998). Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. *Academy of Management Journal*, 41 (2).
- Becker, G.S. (1996). *Human Capital: A Theoretical and Empiris Analysis, with Special Reference to Education*. 3<sup>rd</sup> edition. University of Chicago Press.
- Boyd, B.K. (1995). CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model. *Strategic Management Journal* 16.
- Choo, F and Tan. K.B (2004). A Structural Equation Modelling of CEO Pay-Performance Relationships. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge* 5 (1/2).
- Conyon, M.J and Peck, S. (1998). Board Control, Remuneration Committee and Top Management Compensation. *Academy of Management Journal* 41 (2).
- Cordeiro, J.J and Veliyath. R. (2003). Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation. *American Business Review* 21(1).
- Cordeiro, J.J., Mukherjee. P. , Kent, D.D. (2006). Non-parametric Assessment of CEO Compensation Practices. *Management Research News* 29 (5).
- Daily, C.M, Johson, J.L, Ellstrand, A.E and Dalton, D.R, (1998). Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation. *Academy of Management Journal* 41 (2).
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review* 14 (1).
- Fama, E and Jensen.M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26.
- Ferdinand, A. (2000). *Structural Equation Model: Dalam Penelitian Manajemen*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Finkelstein, S and Hambrick.D.C.(1988). Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation. *Strategic Management Journal* Nov/Dec 1988, 9 (6).
- Gomez- Mejia, L.R and Wiseman, R.M. (1997). Reframing Executive Compensation: An Assessment dan Outlook. *Journal of Management Journal* 23.
- Gomez-Mejia, L,R, (2002). Structure and Process of Diversification, Compensation Strategy and Firm Performance. *Strategic Management Journal* 12.
- Ha, J. (2000). *Executive Compensation and Firm Performance: Domestic and Multinational Firms*. [Dissertation]. Temple University.
- Hair, J.F, Ronald, L.T, Rolph,E.A and William, B (1998). *Multivariate Data Analysis*. Prentice Hall, New Jersey.
- Hallock, K and Murphy.K.J. (1999). *The Economics of Executive Compensation*. Edward Elger Publishing Limited, London.
- Hambrick, D.C and Mason. P. (1984). Upper Echelons: the Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review* 9.
- Hijazi, S.T and Bhatti, K.K. (2007). Determinants of Compensation Executive an Its Impact on Organizational Performance. *Compensation and Benefit Review* 39 (2).
- Hill, C.W and Phan.P. (1991). CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay. *Academy of Management Journal* 34.

- Jensen, M and Meckling.W.H. (1976). Theory of the Firm; Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4).
- Kementerian Negara Badan Usaha Milik Negara. (2002). Keputusan Menteri BUMN No KEP-117/MBU/2002 tentang Penerapan Praktek GCG pada BUMN. Jakarta.
- Lilling, M.S. (2006). The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?. *Atlantic Economic Journal*. 34
- Mitchell, R. G. (2002). *Executive Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation*. (Dissertation). The School of Business and Entrepreneurship. Nova Southeastern University.
- Otten, J.A. (2008). *Theories on Executive Pay. A Literature Overview and Critical Assessment*. Munich Personal RePEc Archive (MPRA). <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6969/>
- Porter, M. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitiveness*. Fress Press, New York
- Porter, M. (2000). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitiveness*. Fress Press, New York
- PTPN I-XIV/RNI, (2005). Laporan Manajemen Perusahaan Tahun Buku 2005 (Audited)
- PTPN I-XIV/RNI. (2006). Laporan Manajemen Perusahaan Tahun Buku 2006 (Audited)
- PTPN I-XIV/RNI. (2007). Laporan Manajemen Perusahaan Tahun Buku 2007 (Audited)
- Rajagopalan , N and Finkelstein S. (1992). Effects of Strategic Orientation adn Environmental Change on Senior Management Reward Systems. *Strategic Management Journal* 13.
- Rajagopalan, N and Prescottt, J.E. (1990). Determinants of Top Management Compensation: Explaining the Impact of Economic, Behavioral, and Strategic Constructs and Moderating Effects of Industry. *Journal of Management* 16 (2).
- Ramaswamy, K; Veliyath.R and Gomes.L. (2000). A Study of the Determinants of CEO Compensation in India. *Management International Review* 40 (2).
- Snider, H. K, (2000). *CEO Compensation in Japan*. (Dissertation). Stern School of Business. New York University
- Tosi, H.L and Greckhamer, T. (2004). Culture and CEO Compensation. *Organization Science* 15 (6).
- Torello, R.J. (2000). *An Investigation Into the Relationship Between Corporate Performance and CEO Compensation*. (Dissertation). Faculty of the Union Institute, Graduate College
- Veliyath,R.(1996). Business Risk and Performance: An Examination of Industry Effects. *Journal of Applied Business Research* 12 (3).
- Veliyath, R, Ferris, S.P, and Ramaswamy, K. (1994). Business Strategy and Top Management Compensation: the Mediating Effects of Employment Risk, Firm Performance and Size. *Journal of Business Research* 30.
- Zhu, J. (2007). The Empirical Study on the Effect Factor of Top Management Remuneration in China. *Journal of American Academy of Business, Cambridge* 11 (2).