

**COMPANY PERFORMANCE, FAMILY OWNERSHIP, AND EXECUTIVE
COMPENSATION**

**KINERJA PERUSAHAAN, KEPEMILIKAN KELUARGA, DAN KOMPENSASI
EKSEKUTIF**

Kimaya Dewi Nastiti

Universitas Airlangga Surabaya

Kimaya.dewi.nastiti-2021@feb.unair.ac.id

ABSTRACT

The purpose of this study was to examine the effect of company performance on executive compensation with family ownership as a moderating variable. The sample of this study is non-financial companies listed on the IDX in 2014 - 2018. There are 522 observational data in this study. This study uses multiple linear regression and moderation regression analysis. Executive compensation is the dependent variable and firm performance is the independent variable in this study. Family ownership as the moderating variable. The results of this study confirm the positive effect of firm performance on executive compensation. Family ownership does not moderate the effect of firm performance on executive compensation.

Keywords: Firm Performance, Executive Compensation, Family Ownership, ROA

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif dengan kepemilikan keluarga sebagai variabel moderasi. Sampel penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2014 – 2018. Terdapat 522 data observasi dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan metode *Multiple Linear Regression* dan *moderated regression analysis*. Kompensasi eksekutif merupakan variabel dependent dalam penelitian. Kinerja perusahaan merupakan variabel independen dalam penelitian. Kepemilikan keluarga menjadi variabel moderasi dalam penelitian ini. Hasil dari penelitian ini mengkonfirmasi pengaruh positif kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Kepemilikan keluarga tidak memoderasi pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif.

Kata Kunci : Kepemilikan Keluarga, Kinerja Perusahaan, Kompensasi Eksekutif, ROA

PENDAHULUAN

Dalam menghadapi persaingan bisnis global, tata kelola perusahaan menjadi salah satu kunci keberhasilan perusahaan untuk berkembang dan menguntungkan dalam jangka panjang. Setiap perusahaan memiliki tujuan utama yaitu meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan memaksimalkan nilai perusahaan. Manajer (agen) sebagai pihak yang diberi tanggung jawab oleh pemilik untuk melakukan pengelolaan perusahaan memiliki kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang

saham, tetapi terkadang manajer memiliki tujuan lain yaitu mensejahterakan kepentingan sendiri. Adanya perbedaan kepentingan ini memunculkan *agency problem* antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajer (agen). Penerapan tata kelola perusahaan dalam suatu perusahaan dapat membantu untuk menjembatani *agency problem* dan membentuk sistem pengelolaan perusahaan yang transparan guna meningkatkan kinerja. Salah satu bentuk yang dapat mengurangi konflik keagenan adalah dengan pemberian kompensasi untuk

eksekutif. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa kompensasi merupakan salah satu cara untuk menyatukan perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer.

Kompensasi merupakan suatu balas jasa yang diberikan oleh perusahaan atau organisasi pada anggotanya, termasuk direksi, eksekutif, karyawan, dan semua sumber daya manusia di dalamnya (Kadarisman, 2002:181). Kompensasi menjadi salah satu bentuk penghargaan atas loyalitas para eksekutif dalam bekerja, karena memiliki peranan penting dalam menentukan strategi dan kebijakan perusahaan yang mengarah pada performa perusahaan. Untuk menjaga performanya agar tetap stabil, perusahaan membutuhkan eksekutif handal yang mampu mengikuti perkembangan zaman dan pergerakan pasar yang baik agar tujuan jangka panjang perusahaan tercapai. Dalam menarik minat eksekutif agar bergabung, maka perusahaan harus bisa memberikan kontrak kompensasi yang menarik dan kompetitif. Kontrak kompensasi bisa digunakan sebagai salah satu solusi antara kepentingan manajer dengan pemilik dalam bentuk insentif yang dapat menyelaraskan perilaku manajer untuk bertindak atas nama pemegang saham (Connelly, Limpaphayom, & Sullivan, 2018).

Berdasarkan survei yang dilakukan oleh Pedersen dan Partners terhadap 1.700 karyawan eksekutif di 330 perusahaan dalam 17 negara menyatakan bahwa gaji jajaran eksekutif di Amerika Serikat dan Eropa Barat mengalami peningkatan 3% - 4% di tiap tahunnya. Hal ini mencerminkan peningkatan gaji eksekutif, termasuk yang bekerja di perusahaan besar hampir sama dengan peningkatan gaji level manajer dan karyawan biasa. Gary Williams, direktur manajemen Pedersen dan Partners Asia tenggara menyatakan bahwa kompensasi di negara berkembang rata-rata tumbuh 7% - 10% atau lebih tinggi dibandingkan negara barat sebesar 4% - 5%. Survey kompensasi juga dilakukan oleh SWA pada tahun 2014 – 2016 terhadap 100 perusahaan publik di

Indonesia yang membuktikan bahwa besaran rata-rata kompensasi yang diterima oleh eksekutif kurang dari 10% dari total laba bersih yang diterima oleh perusahaan. Pemberian kompensasi yang tinggi akan menjadi masalah apabila kinerja perusahaan menurun. Ketika perusahaan tidak bisa dengan pasti dalam menentukan kompensasi terhadap eksekutifnya, maka dibutuhkan struktur dan sistem yang tepat dalam penetapannya. Hingga saat ini berdasarkan peraturan pemerintah pada undang – undang perseroan terbatas (UUPT) nomor 40 tahun 2007 yang menjadi dasar dari penetapan kompensasi eksekutif merupakan kebijakan pemilik atau pemegang saham.

Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kompensasi adalah kinerja perusahaan. Terdapat dua ukuran kinerja yaitu kinerja akuntansi dan kinerja pasar. Kinerja akuntansi salah satunya dapat diukur dengan *return on asset (ROA)*. *ROA* menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba (Sudana, 2015:22). Semakin tinggi kinerja perusahaan maka semakin efektif perusahaan dalam memanfaatkan seluruh aktiva perusahaan menjadi laba. Kinerja perusahaan merupakan hasil dari aktivitas manajemen dalam mengelola perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan berpengaruh terhadap kompensasi eksekutif. Peningkatan laba yang dihasilkan dari penggunaan aset – aset perusahaan mengindikasikan eksekutif berhasil menerapkan sistem dan manajemen yang baik. Perusahaan dengan laba yang tinggi mampu memberikan kompensasi yang tinggi pada sumber daya manusianya, termasuk pihak eksekutif. Sehingga semakin efektif pengelolaan aset yang dimiliki perusahaan dalam menghasilkan laba maka semakin tinggi potensi kompensasi yang diterima eksekutif perusahaan. Dengan kata lain kompensasi eksekutif diberikan berdasarkan kinerja yang telah dicapai perusahaan.

Pengaruh kinerja perusahaan terhadap besaran kompensasi yang ditetapkan juga dapat dimoderasi oleh kepemilikan keluarga pada perusahaan non keuangan di Indonesia. Struktur kepemilikan menggambarkan kepemilikan saham yang dimiliki pemerintah, institusional atau publik, dan keluarga dari suatu perusahaan. Claessen *et al.* (2002) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan publik di Asia cenderung terkonsentrasi pada keluarga. Pada perusahaan semacam ini kepemilikan saham cenderung didominasi oleh keluarga, karenanya pendiri dapat menentukan kebijakan mana yang memberikan pengaruh baik pada mereka. Secara teoritis kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi. Semakin tinggi kinerja perusahaan semakin tinggi pula kompensasi yang diberikan terhadap eksekutif perusahaan. Hal ini mungkin tidak berlaku untuk perusahaan keluarga terutama yang manajernya anggota keluarga atau orang kepercayaan. Pada perusahaan keluarga yang memiliki ciri – ciri adanya saham keluarga atau anggota keluarga di jajaran manajemen, penentuan besaran kompensasi tidak selalu berdasarkan kinerja. Kinerja tidak selalu berhubungan positif dengan kompensasi, bisa saja perusahaan memiliki kinerja yang rendah tapi kompensasi tetap tinggi karena manajer berasal dari keluarga atau orang kepercayaan. Tetapi dalam kepemilikan keluarga yang tersebar atau kepemilikan sahamnya tidak terkonsentrasi pada keluarga, terdapat pemisahan yang tegas antara kepemilikan dan manajemen. Manajemen cenderung lebih profesional dan memiliki tanggung jawab dalam pengambilan keputusan yang lebih besar. Salah satunya dalam menentukan besaran kompensasi, manajer harus melalui persetujuan pemegang saham melalui rapat umum pemegang saham (RUPS). Keadaan ini pada akhirnya dapat digunakan sebagai penentuan kompensasi menjadi semakin transparan dan sangat disesuaikan dengan kinerja manajer.

Studi empiris yang meneliti efek kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif sebelumnya telah banyak dilakukan (Frye, 2004), (Kato *et.al*, 2006), (Buachoom, 2017), (Sheikh *et al.*, 2018), (Chou, 2018) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Selain itu, Michiels *et al.* (2013) juga melakukan penelitian tentang pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi *CEO* dengan memasukkan beberapa variabel moderasi dalam penelitiannya. Hasilnya, kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi *CEO* namun variabel moderasi struktur kepemilikan, *generational stage*, dan family *CEO* tidak berpengaruh signifikan. Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Connelly, Limpaphayom, & Sullivan (2018) memasukkan variabel mediasi kepemilikan keluarga yang memperlemah pengaruh positif kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Namun temuan-temuan ini berbeda dengan penelitian Cheng & Firth (2005) dan Kubo (2005) yang menunjukkan tidak ada hubungan antara kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Ketidak konsistenan tersebut membuat penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif yang dimoderasi kepemilikan keluarga pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode 2014-2018. Mengeluarkan laporan keuangan dan laporan tahunan secara berturut-turut dari tahun 2014-2018. Perusahaan memiliki informasi lengkap tentang semua variabel yang digunakan dalam penelitian selama periode 2014-2018. Laporan keuangan yang digunakan selama periode

pengamatan disajikan dalam mata uang rupiah.

Model Analisis

Model analisis dalam penelitian sebagai berikut:

Model 1

$$COMP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Model 2a

$$COMP_{i,t} = \alpha_{10} + \alpha_{11} ROA_{i,t-1} + \alpha_{12} FOWN_{i,t-1} + \alpha_{13} SIZE_{i,t} + \alpha_{14} AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Model 2b

$$COMP_{i,t} = \alpha_{20} + \alpha_{21} ROA_{i,t-1} + \alpha_{22} FOWN_{i,t-1} + \alpha_{23} ROA_{i,t-1} * FOWN_{i,t-1} + \alpha_{24} SIZE_{i,t} + \alpha_{25} AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

VARIABEL	RUMUS
Kompensasi eksekutif	$COMP_{i,t} = \ln\left(\frac{\text{Total kompensasi eksekutif } i,t}{\text{jumlah eksekutif } i,t}\right)$
Kinerja Perusahaan	$ROA_{i,t} = \frac{\text{Net Income}_{i,t}}{\text{Total Aset}_{i,t}}$
Kepemilikan Keluarga	$FOWN_{i,t} = \frac{\text{Proporsi kepemilikan saham keluarga } i,t}{\text{Total saham beredar } i,t}$
Ukuran Perusahaan	$SIZE_{i,t} = \ln(\text{Total Aset}_{i,t})$
Umur Perusahaan	$AGE_{i,t} = \ln(\text{Umur perusahaan } i,t)$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada Tabel 1 menunjukkan hasil dari analisis regresi linier berganda pada penelitian ini.

Tabel 1
Hasil Analisis Regresi linier Berganda

Variabel	Model 1	Model 2a	Model 2b
Independen	Koefisien	Koefisien	Koefisien
(Constant)	11,181 (0,000)	11,404 (0,000)	11,410 (0,000)
ROA	1,174 (0,001)***	1,223 (0,000)***	1,249 (0,000)***
FOWN	- (0,070)*	-0,865 (0,060)*	-0,938 (0,060)*
ROAXFOWN	-	-	0,021 (0,605)
SIZE	0,336 (0,000)***	0,330 (0,000)***	0,330 (0,000)***
AGE	0,163 (0,008)***	0,155 (0,012)**	0,153 (0,013)**
R ²	0,356	0,360	0,360

Sumber : Hasil Olahan Data SPSS

Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Kompensasi Eksekutif

1. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan (*ROA*) pada penelitian ini berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Hal ini berarti bahwa semakin baik kinerja perusahaan maka kompensasi yang diterima oleh eksekutif akan meningkat. Pemberian kompensasi yang tinggi merupakan bentuk imbalan kepada eksekutif karena telah memberikan kinerja yang baik sehingga kinerja perusahaan meningkat. Peningkatan kompensasi eksekutif dapat terjadi sebagai bonus yang diberikan perusahaan kepada eksekutif berdasar keuntungan perusahaan, artinya semakin besar keuntungan perusahaan, maka semakin besar juga kompensasi yang diberikan kepada eksekutif. Hasil temuan ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan Balsam, S., et al (2011) dan Smirnova & Zavertiaeva (2017) yaitu kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif.

2. Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan (*SIZE*) pada penelitian ini berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Semakin besar *size* perusahaan maka kompensasi yang diberikan kepada eksekutif juga semakin tinggi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, kompleksitas dan tantangan perusahaan juga semakin meningkat. Perusahaan akan meningkatkan kompensasi agar bekerja dengan lebih baik dalam menghadapi tantangan tersebut. Hasil temuan ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan Smirnova & Zavertiaeva (2017) dan Michiels *et al.* (2013) yaitu *size* yang besar akan meningkatkan kompensasi.

3. Usia Perusahaan

Usia Perusahaan (*AGE*) pada penelitian ini berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Semakin lama perusahaan terdaftar dibursa efek, semakin tinggi

kualitas dan reputasi perusahaan karena mampu mempertahankan posisi sebagai perusahaan terdaftar. Kualitas dan reputasi yang baik harus dipertahankan dengan motivasi berupa kompensasi yang lebih tinggi kepada eksekutif. Hasil temuan ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan Smirnova & Zavertiaeva (2017) dan Michiels *et al.* (2013) yang membuktikan bahwa semakin tinggi *firm age* akan meningkatkan kompensasi.

Efek moderasi kepemilikan keluarga pada pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif

Hasil dari penelitian dalam model 2a menunjukkan bahwa koefisien hasil kepemilikan keluarga terhadap kompensasi eksekutif bertanda negatif signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan keluarga merupakan variabel independent (predictor) dalam hubungannya dengan kompensasi eksekutif. Model 2b digunakan untuk melihat signifikansi variabel kepemilikan keluarga sebelum menjadi variabel moderasi. Sementara itu, hasil dari penelitian dalam model 2b menunjukkan bahwa koefisien pada interaksi variabel independent dan variabel moderasi, yaitu koefisien interaksi kinerja perusahaan dan kepemilikan keluarga ($ROA \times FOWN$) memiliki koefisien negatif tidak signifikan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga tidak memoderasi secara signifikan pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Tinggi rendahnya kepemilikan keluarga dalam suatu perusahaan tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan keluarga tidak memoderasi pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif karena pada beberapa perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang semakin tinggi maka keluarga *concern* dengan sustainabilitas

atau survival perusahaan yang akan mendorong kompensasi berdasarkan kinerja. Sehingga kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh positif kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Namun, pada beberapa perusahaan keluarga yang lain semakin tinggi kepemilikan keluarga cenderung bertindak oportunis dalam menentukan kompensasi. Sehingga akibatnya kepemilikan keluarga memperlemah pengaruh positif kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Jadi terdapat pengaruh yang memperkuat dan ada yang memperlemah sehingga dampak gabungannya adalah tidak memoderasi efek kepemilikan keluarga pada pengaruh kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Michiels *et al.* (2013) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap kompensasi. Sedangkan moderasi struktur kepemilikan, generational stage, dan family *CEO* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif. Hasil penelitian ini tidak mendukung dengan temuan Connelly, Limpaphayom, & Sullivan (2018) menunjukkan bahwa hubungan antara kompensasi direktur dan kinerja perusahaan akan semakin kuat untuk perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan keluarga yang tinggi.

PENUTUP

Kesimpulan

Kinerja perusahaan (*ROA*) berpengaruh positif signifikan terhadap kompensasi eksekutif. Hal tersebut menunjukkan semakin baik kinerja perusahaan maka semakin tinggi profitabilitas perusahaan dan kemampuan perusahaan dalam memberikan kompensasi. Sehingga kompensasi eksekutif yang diberikan akan meningkat sebagai bentuk imbalan karena telah memiliki kinerja yang baik. Variabel kepemilikan keluarga tidak memoderasi secara signifikan pengaruh positif kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif.

Tinggi rendahnya proporsi kepemilikan keluarga dalam suatu perusahaan tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh positif kinerja perusahaan terhadap kompensasi eksekutif.

Saran

Berdasarkan manfaat dan tujuan dari penelitian ini, saran yang didapatkan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

1. Bagi pemegang saham, sebaiknya memperhatikan kinerja keuangan perusahaan dalam mengambil keputusan mengenai besarnya kompensasi yang diberikan kepada eksekutif. Selain itu, pemegang saham perlu memperhatikan besarnya kompensasi eksekutif untuk meminimalisir masalah keagenan.
2. Bagi manajemen perusahaan, sebaiknya memperhatikan kinerja keuangan dan faktor internal perusahaan, dalam menentukan besarnya kompensasi eksekutif.
3. Bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya menambahkan variabel-variabel lain yang memiliki pengaruh kuat terhadap kompensasi eksekutif dan kinerja keuangan perusahaan. Selain itu juga dapat menambahkan variabel - variabel berupa unsur-unsur dari kompensasi eksekutif.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, R.C., and Reeb, D.M. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Balsam, S., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2011). The impact of firm strategy on performance measures used in executive compensation. *Journal of Business Research*, 64(2), 187-193.
- Buachoom, W. (2017). Simultaneous relationship between performance and executive compensation of Thai non-financial firms. *Asian Review of Accounting*.
- Cheng, S., & Firth, M. (2005). Ownership, corporate governance and top management pay in Hong Kong. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 291-302.
- Chou, T. K., & Buchdadi, A. D. (2018). Executive's compensation, good corporate governance, ownership structure, and firm performance: a study of listed banks in Indonesia. *Journal of Business and Retail Management Research*, 12(3).
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Company, P., Jensen, C. & Meckling, H., 1976. Theory of The Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305–360.
- Connelly, T. J., Limpaphayom, P., & Sullivan, M. J. (2018). The effect of family ownership on the relation between executive compensation and performance: evidence from Thailand.
- Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17-31.
- Daft. 2010. Era Baru Manajemen. Jilid 1. Edisi ke Sembilan Salemba Empat. Jakarta
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2(1), 75-102.

- Frye, M. B. (2004). Equity-based compensation for employees: firm performance and determinants. *Journal of Financial Research*, 27(1), 31-54.
- Ghozali, Imam. 2013. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21. Edisi Ketujuh. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gibb Dyer Jr, W. (2006). Examining the “family effect” on firm performance. *Family business review*, 19(4), 253-273.
- Hariyanto, L. (2014). Pengaruh Family Control, Firm Risk, Firm Size Dan Firm Age Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Sektor Keuangan. *Business accounting review*, 2(1), 141-150.
- Isakov, D., & Weisskopf, J. P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 33, 330-344.
- Jovanovic, B. (1982). Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica* Vol. 50, pp. 649–670.
- Kato, T., & Long, C. (2006). Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. *Economic development and Cultural change*, 54(4), 945-983.
- Kubo, K. (2005). Executive compensation policy and company performance in Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 429-436.
- M. Kadarisman. 2012. *Manajemen Kompensasi*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (2013). CEO compensation in private family firms: Pay-for-performance and the moderating role of ownership and management. *Family Business Review*, 26(2), 140-160.
- Ndofirepi, T. P. (2015). *The relationship between CEO compensation and various performance indicators in South Africa* (Doctoral dissertation).
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2019). Family control and ownership monitoring in Stakeholder-oriented corporate governance. *Management Decision*, 57(7), 1712–1728.
- Setianto, R. H., & Sari, P. K. (2017). Perusahaan keluarga dan kebijakan dividen di Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 21(2), 107.
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2018). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied economics*, 50(18), 2012-2027.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Smirnova, A. S., Zavertiaeva, M. A. (2017) Which came first, CEO compensation or firm performance? The causality dilemma in European companies. *Research in International Business and Finance*, 42, 658-673.
- Stimpson, P., & Smith, A. (2011). *Business and Management for the IB Diploma*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sudana, I Made. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Jakarta: Erlangga.