

Pengaruh *Employee Stock Ownership Programs* (ESOP) Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia

Deviany Siswani Anggrawan
Fakultas Bisnis dan Ekonomi, Universitas Kristen Petra
Jln. Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236
Email: deviany.anggrawan@gmail.com

ABSTRAK

Sebagian besar perusahaan publik di Indonesia menghadapi persoalan sama: masalah agensi antara pemegang saham dan manajemen. Solusinya, dapat diterapkan *Employee Stock Ownership Programs* (ESOP). Penelitian ini bertujuan mengetahui apakah ESOP menyebabkan perbedaan kinerja perusahaan antara perusahaan ESOP dengan perusahaan non ESOP yang dicerminkan dalam rasio keuangan dan return saham. Penelitian ini menggunakan uji beda t-test dan uji regresi linier berganda. Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan kinerja perusahaan antara perusahaan ESOP dengan perusahaan non ESOP yang dicerminkan dalam rasio keuangan dan return saham.

Kata Kunci: *Employee Stock Ownership Programs* (ESOP), rasio keuangan, *return* saham

1. INTRODUCTION

Perusahaan adalah sebuah organisasi yang memproses suatu keahlian dan sumber daya ekonomi menjadi barang dan/atau jasa untuk memuaskan atau memenuhi kebutuhan para pembeli, dengan harapan memberikan laba bagi para pemiliknya (Umar, 2008). Umumnya, perusahaan berfungsi sebagai pemilik tunggal pada awal pembentukannya. Dalam rangka untuk mencari lebih banyak dana dan ekspansi, *Initial Public Offering* (IPO) pun dilakukan. Oleh karena adanya proses IPO, perusahaan seringkali dipandang sebagai sekumpulan kontrak antara manajer perusahaan (*agent*) dan pemegang saham (*principal*), dimana disebut sebagai hubungan keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Namun dalam kenyataannya, hubungan kontrak tersebut seringkali menghadapi masalah karena tujuan perusahaan seringkali berbenturan dengan tujuan pribadi manajer. Kewenangan yang dimiliki manajer mengakibatkan manajer memiliki peluang untuk bertindak hanya demi keuntungannya sendiri dan mengorbankan kepentingan para pemegang saham (Putri & Nasir, 2006). Fakta ini didasarkan pada asumsi bahwa manusia adalah makhluk ekonomi yang memiliki perilaku mementingkan diri sendiri. Masalah keagenan dalam suatu perusahaan harus diselesaikan karena hal ini berkaitan dengan kualitas sumber daya manusia dalam sebuah perusahaan. Sumber daya manusia diyakini sebagai faktor yang paling potensial yang berhubungan dengan cara untuk mengelola sumber daya lain dalam perusahaan (Fisher et al, 1993).

Untuk meminimalisir konflik tersebut, pihak pemilik harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah *hazard* dari manajemen. Selain itu pemilik dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan cara memberikan tingkat insentif yang layak kepada pihak manajemen (Helfasari, 2012). Salah satu dari banyak contoh pemberian insentif adalah dengan diterapkannya *Employee Stock Option Program* (ESOP).

ESOP merupakan salah satu dari program manajemen sumber daya manusia berupa program kepemilikan saham perusahaan oleh karyawan di tempat karyawan tersebut bekerja yang diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kinerja perusahaan (Bapepam, 2002).

Jumlah penerapan ESOP pada perusahaan-perusahaan di Indonesia masih relatif sedikit. Hal ini mungkin terjadi karena tidak adanya perangkat hukum yang mengatur ESOP secara khusus (baik ditinjau dari aspek pasar modal, perpajakan, maupun ketenagakerjaan) (Bapepam, 2002). Berdasarkan data yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), tercatat hanya 10 perusahaan terbuka yang telah menerapkan ESOP sejak tahun 2002. Jumlah ini sangatlah kecil jika dibandingkan dengan jumlah perusahaan terbuka yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia yaitu 491 perusahaan. Jumlah perusahaan yang menerapkan ESOP di Indonesia pun sangatlah kecil jika dibandingkan negara asal ESOP (yaitu Amerika Serikat). Di Amerika Serikat tercatat 11.500 perusahaan yang telah menerapkan ESOP dari 10 sektor, dimana 4500 perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh buruh, 3000 perusahaan dimiliki secara penuh (100%) oleh buruh, dan dengan total yang terlibat dalam ESOP sebanyak 10 juta buruh (www.nceo.org). Hal berbeda terdapat pada perusahaan yang menerapkan ESOP di Indonesia, dimana komposisi saham mayoritasnya bukanlah publik ataupun karyawan melainkan pemilik atau pemegang saham mayoritas.

Laporan keuangan adalah informasi keuangan yang disajikan dan disiapkan oleh manajemen dari suatu perusahaan kepada pihak internal dan eksternal yang berisi seluruh kegiatan bisnis dari satu kesatuan usaha yang merupakan salah satu alat pertanggungjawaban dan komunikasi manajemen kepada pihak-pihak yang membutuhkannya (Yadiati, 2007). Dari laporan keuangan yang telah diterbitkan, investor dapat melakukan bermacam-macam analisa, dari analisa mengenai *return* saham sampai dengan analisa yang berhubungan dengan kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan dapat diukur menggunakan rasio keuangan selama periode tertentu.

Analisa rasio keuangan dapat dilakukan secara *cross section* (*cross-sectional analysis*), *time series* (*time-series analysis*), ataupun *combined analysis* (menggabungkan analisa *cross section* dan analisa *time series*). Dengan *cross-sectional analysis* berarti kita membandingkan rasio keuangan perusahaan berbeda untuk waktu yang sama, misalnya membandingkan perusahaan dengan pesaing utama ataupun dengan industri (cara ini disebut dengan *benchmarking*). Dengan *time-series analysis*, berarti kita melakukan evaluasi atas perkembangan kinerja perusahaan melalui rasio keuangan dari beberapa periode waktu. Menurut Hanafi dan Halim (1996), rasio keuangan dapat dikelompokkan ke dalam 5 kategori dasar, antara lain: rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio hutang (solvabilitas), rasio profitabilitas, dan rasio pasar (*market*).

Umumnya tujuan para investor melakukan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan (*return*) semaksimal mungkin dari perusahaan yang mereka pilih. Oleh karena itu dalam investasi yang akan dilakukan oleh para investor, perlu suatu perencanaan yang matang dengan melakukan usaha penilaian terhadap kinerja perusahaan. Salah satu pengukur kinerja dari suatu perusahaan adalah *return* saham. Hal ini menyebabkan *return* saham menjadi sangat penting bagi perusahaan sehingga perusahaan berusaha menjaga dan memperbaiki kinerjanya yang dapat mempengaruhi *return* saham agar portofolio saham yang diinvestasikan meningkat (Jogiyanto, 2000).

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang pernah meneliti mengenai pengaruh dari ESOP terhadap kinerja perusahaan. Penelitian pada perusahaan Huawei dan ZTE memperoleh hasil bahwa ESOP memberi manfaat bagi perusahaan tersebut (Zhu et al, 2013). Penelitian yang dilakukan oleh Iqbal (2001) serta penelitian oleh Ikaheimo, Kjellman, Holmberg, dan Jussila (2004) juga menyatakan bahwa ESOP dapat meningkatkan *return* dari perusahaan. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Cahaya (2008) mencerminkan bahwa ESOP dapat meningkatkan rasio likuiditas (*current ratio*) dari sebuah perusahaan. Kusuma (2010) melakukan penelitian serupa yang mencerminkan manfaat ESOP bagi sebuah

perusahaan, yaitu dengan meningkatnya *current ratio*, *total asset turnover*, *debt equity ratio*, *price to book value*.

Hal berbeda terdapat dalam penelitian Borztant dan Zweirlein (1995), di mana dapat disimpulkan bahwa ESOP tidak memberi dampak signifikan terhadap perusahaan terutama pada variabel *total asset turnover*. Letlora (2012) dalam penelitiannya menyatakan bahwa pasar belum menganggap pengumuman ESOP sebagai sinyal dan informasi positif dan ESOP pun belum dapat meningkatkan motivasi dan *sense of belonging* karyawan yang tercermin dalam belum meningkatnya kinerja perusahaan setelah pengumuman ESOP. Dalam penelitian serupa, diperoleh juga kinerja perusahaan (kinerja keuangan maupun kinerja pasar) tidak mengalami perubahan antara periode sebelum pengadopsian hingga periode setelah pengadopsian ESOP (Setyaningrum, 2013). Sitepu (2014) dalam penelitiannya juga menyimpulkan bahwa ESOP belum memberi pengaruh signifikan terhadap *current ratio*, *total asset turnover*, dan *debt equity ratio* sebuah perusahaan.

Dari penelitian terdahulu, dapat dilihat bahwa ESOP memberi pengaruh yang signifikan bagi beberapa perusahaan, namun ada juga yang belum mengalami pengaruh. Sebagian besar penelitian terdahulu hanyalah meneliti perbandingan kinerja dari perusahaan yang menerapkan ESOP (sebelum dan sesudah menerapkan ESOP), bukan membandingkan kinerja perusahaan yang menerapkan dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP. Oleh karena itu, perlu dilakukan penelitian mengenai perbandingan kinerja antara perusahaan yang telah menerapkan ESOP dengan perusahaan sejenis yang belum menerapkan ESOP sehingga akan dapat dilihat secara jelas apakah ESOP memberi dampak yang signifikan melalui perbandingan tersebut yang akan dapat menjawab apakah menerapkan ESOP akan memperkuat kinerja perusahaan yang menerapkannya atau sebaliknya.

2. LITERATURE REVIEW

Teori Keagenan

Prinsip utama dari teori agensi adalah hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*principal*) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (*agent*) yaitu manajemen, dalam bentuk kontrak kerja sama yang biasa disebut *nexus of contract* (perusahaan sebagai jaringan dari suatu kontrak). Namun, hubungan kerja antara agent dan principal ini sangatlah rentan terhadap konflik keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Penyebab konflik antara pemegang saham dan pihak manajer dan karyawan diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan investasi (Wahidahwati, 2002). Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham & Weston, 1996). Akan tetapi di pihak lain, manajer dari perusahaan dan karyawan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut.

Untuk mengurangi agency problem tersebut, terdapat beberapa cara yang dapat dilakukan, seperti monitoring atau pengawasan dan pemberian insentif. Salah satu cara pemberian insentif yang mungkin dapat dilakukan adalah melakukan praktek Employee Stock Ownership Program (ESOP).

Employee Stock Ownership Program (ESOP)

Perkembangan Employee Stock Ownership Program (ESOP) di Indonesia tidak luput dari sejarah awal perkembangan Employee Stock Ownership Program (ESOP) di Amerika Serikat pada tahun 1950-an. ESOP terdiri dari beberapa jenis, antara lain:

1. Pemberian saham secara langsung (*Stock Grants*)

Program kepemilikan saham oleh karyawan biasa dilakukan dengan kepentingan 'mengikat' sang karyawan lewat dalih pemberian apresiasi/bonus. Oleh karena itu, program ini biasanya hanya diberikan kepada karyawan berprestasi atau loyal. Hibah ini dapat berupa tanpa pembatasan (yaitu secara langsung) atau dengan pembatasan (yaitu berdasarkan syarat-syarat tertentu).

2. Program Pembelian Saham Oleh Karyawan (*Direct Employee Stock Purchase Plans*)

Program ini memungkinkan karyawan membeli saham perusahaan dengan persyaratan yang menguntungkan dan karyawan dapat membayar sahamnya melalui pemotongan gaji. Karena karyawan diharuskan membayar “*up front*” (dimuka) atas saham yang mereka beli, program ini tidak menghasilkan tingkat partisipasi yang tinggi. Berbeda dengan program *stock grants*, program ini dapat meningkatkan modal perusahaan.

3. Program Opsi Saham (*Stock Option Plans*)

Program ini merupakan program yang paling umum digunakan pada perusahaan di Indonesia. Pada program ini karyawan diberikan hak atau opsi untuk membeli saham perusahaan sepanjang periode waktu tertentu, membayar dengan harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian. Pada program *stock option plans*, perusahaan bebas memutuskan kepada siapa mereka akan memberikan opsi dan berapa banyaknya opsi yang akan mereka berikan kepada masing-masing individu. Perusahaan biasanya membatasi pemberian opsi saham hanya kepada manajemen.

4. Program Pensiun (*Employee Stock Ownership Plans, ESOPs*)

Program ini merupakan program yang paling umum digunakan pada perusahaan di Amerika Serikat. ESOPs merupakan suatu jenis program pensiun yang dirancang untuk menerima kontribusi perusahaan pada suatu pengelola dana (*fund*) yang akan melakukan investasi pada saham perusahaan untuk kepentingan karyawan. Dengan suatu ESOPs, perusahaan membuat suatu kontribusi kepada suatu akun *trust* (pihak yang memegang saham yang akan dibeli oleh karyawan) setiap tahun atas nama masing-masing karyawan, kebanyakan perusahaan akan berkontribusi ke suatu program pensiun. Saham yang diperoleh dengan program ini dialokasikan kepada akun-akun perorangan yang dikelola untuk masing-masing karyawan yang berpartisipasi. Para karyawan menerima saldo akun mereka setelah pensiun atau pemberhentian oleh perusahaan.

5. *Phantom Stock & Stock Appreciation Rights (SARs)*

Stock Appreciation Rights (SARs) dan *Phantom Stock* adalah penangguhan kompensasi yang khusus dan alat kompensasi insentif yang dirancang untuk memberikan karyawan keuntungan ekonomis atas kepemilikan saham tanpa disertai terjadinya transfer saham. Suatu program SARs merupakan sebuah hibah kepada seorang karyawan untuk menerima penghargaan berupa kas sebesar kenaikan dalam nilai dari sejumlah tertentu bagian saham perusahaan.

Rasio Keuangan

Rasio keuangan adalah alat yang digunakan untuk menganalisa kondisi keuangan dan kinerja perusahaan. Perhitungan berbagai rasio dilakukan karena melalui cara ini bisa didapatkan perbandingan yang akan lebih bermanfaat daripada angka yang tertera pada laporan keuangan (Horne, 2005). Menurut Riyanto (2001), analisis rasio keuangan pada dasarnya dapat dilakukan dengan dua cara perbandingan, yaitu:

1. Membandingkan rasio sekarang (*present ratio*) dengan rasio-rasio dari waktu-waktu yang lalu (*historical ratio*) atau dengan rasio-rasio yang diperkirakan untuk waktu-waktu yang akan datang dari perusahaan yang sama.
2. Membandingkan rasio-rasio dari suatu perusahaan (*company ratio*) dengan rasio-rasio semacam dari perusahaan lain yang sejenis atau industri (rasio industri/ rasio rata-rata/ rasio standar) untuk waktu yang sama.

Rasio keuangan dapat dikelompokkan ke dalam 5 kategori dasar (Hanafi & Halim, 1996). Dalam penelitian ini, diambil masing-masing 1 pengukuran rasio dari setiap kategori rasio keuangan yang akan digunakan dalam menganalisa variabel ESOP. Dimana penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah penerapan variabel ESOP dalam perusahaan dapat memperkuat perusahaan atau sebaliknya. Untuk mengetahuinya, digunakan 2 kategori perusahaan (perusahaan yang menerapkan ESOP dan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP) yang akan dibandingkan kinerjanya. Penjabaran singkat dari masing-masing rasio adalah sebagai berikut:

1. Rasio Likuiditas

- *Current Ratio*

Current ratio adalah rasio yang mengukur kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current liabilities*) dengan aktiva lancarnya (*current asset*). Semakin tinggi *current ratio* suatu perusahaan berarti semakin kecil resiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Akibatnya resiko yang akan ditanggung pemegang saham juga semakin kecil (Ang, 1997). *Current ratio* juga merupakan salah satu faktor yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham (Amrullah, 2009).

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$$

2. Rasio Aktivitas

- *Total Assets Turnover*

Total assets turnover adalah rasio yang menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan keseluruhan aktiva perusahaan dalam menghasilkan volume penjualan tertentu. Semakin tinggi *total assets turnover* berarti semakin efisien penggunaan aset perusahaan yang menyebabkan semakin tinggi juga *return saham* pada perusahaan tersebut (Widodo, 2007). *Total asset turnover* yang tinggi juga menunjukkan manajemen yang baik (Mamduh & Halim, 2007).

$$\text{Total Assets Turnover} = \frac{\text{Penjualan bersih}}{\text{Total Asset}}$$

3. Rasio Hutang (Solvabilitas)

Rasio ini mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai oleh hutang dan kemungkinan apakah hutang perusahaan dapat terpenuhi atau tidak.

- *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to equity ratio (DER) menggambarkan perbandingan antara total hutang dan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai pendanaan usaha. Semakin tinggi DER menunjukkan bahwa struktur modal lebih banyak memanfaatkan hutang dibandingkan dengan ekuitas yang menyebabkan semakin rendah kepercayaan para investor. DER juga merupakan salah satu faktor yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham (Amrullah, 2009).

$$\text{Debt to equity ratio (DER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

4. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi.

- *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity (ROE) merupakan ukuran efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan ekuitas (*shareholder's equity*) yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai ROE menunjukkan semakin efisien perusahaan menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan laba (Brigham, 2001). Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham (Widodo, 2007).

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak (EAT)}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

5. Rasio Pasar (*Market*)

- *Price to Book Value* (PBV)

Price to book value (PBV) merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya (Ang, 1997). Nilai *price to book value* (PBV) yang semakin besar menunjukkan harga pasar dari saham tersebut yang semakin tinggi. Perusahaan yang kinerjanya baik biasanya nilai rasio PBV-nya diatas satu, hal ini menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih tinggi dari nilai bukunya (Ratnasari, 2003).

$$\text{Price to Book Value (PBV)} = \frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

$$\text{Book Value (BV)} = \frac{\text{Total ekuitas}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

6. *Return* Saham

Return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Ang, 1997).

$$\text{Return saham} = \frac{(R_t - R_{t-1})}{R_{t-1}}$$

R_t : harga saham saat ini (closing price pada periode t)

R_{t-1} : harga saham periode sebelumnya (closing price pada periode t-1)

Penelitian Terdahulu

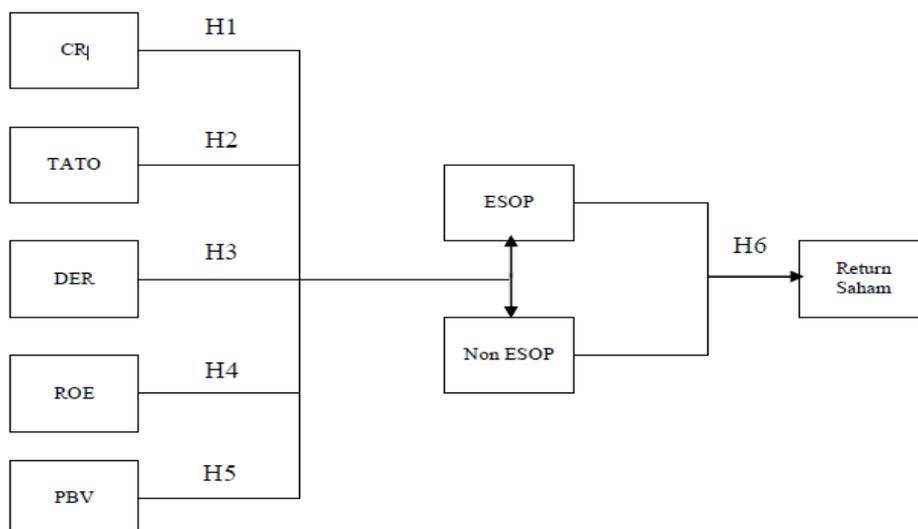
Borzant dan Thomas (1995) dalam penelitian yang berjudul “*ESOPS in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance*” meneliti 85 perusahaan yang mengadopsi ESOP pada tahun 1973 sampai 1986 dengan menggunakan *Wilcoxon signed rank test* menyatakan tidak adanya perbedaan yang signifikan (pada variabel TATO) antara sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP. Herdinata (2004) dalam penelitiannya mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman ESOP menyatakan bahwa pasar cenderung bereaksi negatif di sekitar pengumuman

ESOP karena ESOP belum dianggap sebagai sinyal positif, selain itu kinerja perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman ESOP tidak berbeda secara signifikan dikarenakan pengumuman program ESOP belum mampu mendorong kinerja karyawan dalam meningkatkan *return*. Pandansari (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap ROE perusahaan. Letlora (2012) dalam penelitiannya mengenai pengaruh pengumuman ESOP terhadap reaksi pasar dan kinerja perusahaan publik yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan analisis deskriptif menyatakan bahwa pasar belum menganggap pengumuman ESOP sebagai sinyal dan informasi positif dan ESOP pun belum dapat meningkatkan motivasi dan sense of belonging karyawan yang tercermin dalam belum meningkatnya kinerja perusahaan (ROE, TATO) setelah pengumuman ESOP.

Pugh (2000) dalam penelitiannya meneliti dampak ESOP terhadap Asset Turnover dan Return on Equity (ROE) dan hasilnya diketahui bahwa hanya ROE yang mengalami peningkatan akibat pengadopsian ESOP. Kusuma (2010) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Employee Stock Option Plans terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan” menunjukkan bahwa ESOP berpengaruh signifikan terhadap *current ratio*, *total asset turnover*, *debt to equity ratio*, dan *price book value*. Zhu, Hoffmire, dan Wang (2013) dalam penelitiannya yang membandingkan kinerja perusahaan Huawei (melaksanakan ESOP) dan ZTE (tidak melaksanakan ESOP) dengan menganalisa laporan keuangan kedua perusahaan tersebut menyatakan bahwa ESOP memberikan dampak yang positif terhadap produktivitas (TATO) perusahaan Huawei. Herianto (2013) dalam penelitiannya mengenai pengaruh *good corporate governance* terhadap kualitas laba perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan model regresi linear berganda menyatakan hal serupa: semakin besar kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung berusaha untuk meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan perusahaan yang berpengaruh positif terhadap kualitas laba.

Model Penelitian

Model pada penelitian ini ditunjukkan dalam figur 1.



Figur 1. Model Penelitian

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

1. Tidak terdapat perbedaan antara CR (*Current Ratio*) perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP.

2. Tidak terdapat perbedaan antara TATO (*Total Asset Turnover*) perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP.
3. Tidak terdapat perbedaan antara DER (*Debt to Equity Ratio*) perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP.
4. Tidak terdapat perbedaan antara ROE (*Return on Equity*) perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP.
5. Tidak terdapat perbedaan antara PBV (*Price to Book Value*) perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP.
6. Tidak terdapat perbedaan antara *return* perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP.

3. METHODOLOGY

Metode pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Menurut Robert Donmoyer (dalam Given, 2008: 713), penelitian kuantitatif adalah pendekatan-pendekatan terhadap kajian empiris untuk mengumpulkan, menganalisa, dan menampilkan data dalam bentuk numerik daripada naratif. Penelitian ini dianalisis dengan metode *event study* dengan pendekatan kuantitatif. Metode *event study* bertujuan untuk mengukur dampak sebuah kejadian ekonomi (*economic event*), seperti *merger* dan akuisisi, pengumuman laba, penerbitan hutang atau ekuitas atau pengumuman variabel makroekonomi lainnya, pada nilai sebuah perusahaan (MacKinlay, 1997).

Populasi adalah kelompok elemen yang lengkap, yang biasanya berupa orang, objek, transaksi atau kejadian dimana kita tertarik untuk mempelajarinya atau menjadi objek penelitian (Kuncoro, 2001). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode 2008-2012. Sampel adalah suatu himpunan bagian dari populasi yang diharapkan dapat mewakili populasi penelitian (Kuncoro, 2001).

Teknik penarikan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *nonprobability sampling*, yaitu *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2001) atau dengan kata lain unit sampel disesuaikan dengan kriteria-kriteria tertentu yang diterapkan berdasarkan tujuan penelitian (Margono, 2004). Untuk data yang digunakan adalah data sekunder yaitu data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data (Kuncoro, 2001). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 8 perusahaan publik yang menerapkan ESOP dan 16 perusahaan publik yang tidak menerapkan ESOP selama periode 2008-2012.

Data dalam penelitian ini dianalisis dengan menggunakan uji independen t-test dan regresi linier di SPSS. Uji *independent t-test* digunakan untuk mengetahui apakah apakah terdapat perbedaan yang signifikan dalam rasio keuangan dan *return* saham antara perusahaan ESOP dan perusahaan non ESOP. Regresi linier digunakan untuk mengetahui apakah apakah ada pengaruh yang signifikan dari rasio keuangan terhadap *return* saham pada perusahaan ESOP dan perusahaan non ESOP.

4. RESULT AND DISCUSSION

Hasil Penelitian & Pembahasan

Berikut merupakan hasil uji regresi linier pada SPSS:

Model	β		t	Sig.
	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients		
(Constant)	-34.519		-1.685	0.109
CR	0.057	0.250	1.219	0.238

TATO	0.012	0.028	0.163	0.873
DER	0.178	0.729	4.201	0.001
ROE	0.726	0.352	1.888	0.075
PBV	0.018	0.100	0.561	0.581

Tabel 1. Hasil Uji Regresi Perusahaan yang Menerapkan ESOP dan Perusahaan yang Tidak Menerapkan ESOP

$$\text{Return} = -34.519 + 0.057 \text{ CR} - 0.012 \text{ TATO} + 0.178 \text{ DER} + 0.726 \text{ ROE} + 0.018 \text{ PBV}$$

$$R^2 = 0,555$$

$$F\text{-stat} = 4,487$$

Pada pengujian regresi perusahaan yang menerapkan ESOP dan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP, diperoleh hasil yang menunjukkan bahwa rasio keuangan yang dicerminkan dalam current ratio, total asset turnover, debt to equity ratio, return on equity, dan price to book value memberi pengaruh signifikan terhadap return saham secara serentak. Hal ini ditunjukkan dengan f-stat = 4,487 yang lebih besar dari f tabel(0,05, 6,2) = 2,661. Sedangkan secara parsial, diperoleh bahwa hanya rasio debt to equity ratio yang memberi pengaruh signifikan terhadap return saham, yang dapat dilihat pada nilai signifikan yang lebih kecil dari 0,05. Rasio keuangan lainnya tidak berpengaruh terhadap return saham disebabkan karena pengukuran rasio yang merupakan pengukuran keuangan jangka pendek sehingga hanya dapat diambil garis besar dari seluruh gambaran kinerja keuangan yang ada pada perusahaan.

Faktor lainnya adalah adanya keterbatasan dalam pengukuran rasio keuangan yaitu ketidakmampuan dalam mengukur kegiatan operasional (pengelolaan perusahaan) yang bisa saja menjadi salah satu faktor terpenting yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan juga return saham.

Rasio	Perusahaan ESOP		Perusahaan Non ESOP		t	Sig. (2-tailed)
	Nilai Rata-Rata (%)	Standar Deviasi (%)	Nilai Rata-Rata (%)	Standar Deviasi (%)		
CR	183.13	101.80	222.73	145.41	-0.687	0.499
TATO	127.33	88.82	105.5	61.47	0.721	0.478
DER	100.79	42.10	164.52	145.59	-1.201	0.243
ROE	24.02	18.39	13.92	11.57	1.652	0.113
PBV	254.62	171.64	250.15	175.73	0.059	0.953
RETURN	17.82	22.52	103.77	319.14	-0.752	0.460

Tabel 2. Hasil Olahan Data dan uji beda *t-test* pada Rasio Keuangan dan Return Saham dalam Perusahaan ESOP dan Non ESOP

Hasil pengujian uji beda *t-test* menunjukkan tidak adanya perbedaan yang terdapat pada seluruh variabel rasio keuangan (*current ratio, total asset turnover, debt to equity ratio, return on equity*, dan *price to book value*) serta *return* saham pada perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP sehingga dapat disimpulkan bahwa ESOP tidak berpengaruh signifikan dalam rasio-rasio keuangan dan *return* saham perusahaan yang menerapkannya. Program ESOP yang dilaksanakan pada perusahaan di Indonesia tidak menghasilkan hasil yang sama dengan program ESOP yang dilaksanakan pada perusahaan di Amerika Serikat. Hal ini dapat terjadi karena:

1. Perbedaan karakteristik dari perusahaan yang menerapkan ESOP

Pelaksanaan ESOP di Indonesia masih sangat minim, yaitu hanya 2.44% dari seluruh perusahaan publik yang berjumlah 491 perusahaan dan hanya

berasal dari 4 sektor. Komposisi saham publik pada perusahaan pun tidak dominan, yaitu sebagian besar di bawah 50% (www.idx.co.id) sehingga pemilik dan pemegang saham terbesar tetap berperan besar dalam kegiatan operasional dan manajemen. Hal ini membuat program ESOP tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hal ini berbeda dengan perusahaan yang terdapat di negara asal ESOP yaitu Amerika Serikat. Di Amerika Serikat terdapat 11.500 perusahaan yang telah menerapkan ESOP dari 10 sektor. Dari perusahaan yang menerapkan ESOP terdapat 4500 perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh buruh, 3000 perusahaan dimiliki secara penuh (100%) oleh buruh, dan dengan total yang terlibat dalam ESOP sebanyak 10 juta buruh.

2. Perbedaan tujuan dari program ESOP yang dilaksanakan.

Berdasarkan jenis program ESOP yang diterapkan di Indonesia (yaitu *stock option plans*), dapat dilihat bahwa tujuan utama dari pelaksanaan ESOP adalah untuk meningkatkan modal perusahaan, bukan sebagai kompensasi kepada karyawannya. Berbeda dengan jenis program ESOP yang diterapkan di Amerika Serikat (yaitu *Employee Stock Ownership Plans*) yang bertujuan untuk memberi kompensasi kepada karyawannya.

Perbedaan tujuan pelaksanaan ESOP ini pun dapat disebabkan karena tidak adanya peraturan yang jelas yang dapat mengatur pelaksanaan ESOP di Indonesia. Hal ini berbeda dengan Amerika Serikat telah memiliki hukum yang berhubungan dengan kepemilikan saham oleh karyawan sejak tahun 1974 dalam ERISA (*Employee Retirement Income and Security Act*). Ketentuan hukum tersebut memberi kepastian kepada perusahaan dalam pelaksanaan program kepemilikan saham oleh karyawan dan juga memberikan perlindungan atas hak karyawan (Bapepam, 2002).

3. Jenis karyawan yang mendapat kesempatan untuk mengikuti program ESOP.

Tidak semua jenis karyawan mendapat kesempatan untuk berpartisipasi dalam program ESOP di Indonesia. Jenis program *stock option plans* yang banyak diterapkan di Indonesia menyebabkan perusahaan bebas memutuskan kepada siapa mereka akan memberikan opsi dan berapa banyaknya opsi yang akan mereka berikan kepada masing-masing individu. Perusahaan biasanya membatasi pemberian opsi saham hanya kepada manajemen. Namun, hal berbeda terjadi pada perusahaan di Amerika Serikat. Dari perusahaan yang menerapkan ESOP di Amerika Serikat terdapat 4500 perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh buruh, 3000 perusahaan dimiliki secara penuh (100%) oleh buruh, dan dengan total yang terlibat dalam ESOP sebanyak 10 juta buruh.

Dari hasil penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa ESOP belum mampu mendorong kinerja perusahaan yang tercermin dalam rasio keuangan dan *return* saham. Walaupun demikian, dalam penerapannya dalam sumber daya manusia (SDM), program ESOP merupakan salah satu program yang dirasa sesuai untuk mengurangi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, mempertahankan karyawan-karyawan kunci dan berpotensi, dan bentuk kompensasi yang sesuai bagi karyawan yang disesuaikan dengan kinerjanya. Selain itu, terdapat juga beberapa keuntungan lain dapat diperoleh perusahaan:

1. Pandangan masyarakat (terutama investor) terhadap perusahaan yang menerapkan ESOP sangat baik karena ESOP seringkali dianggap sebagai suatu program *Corporate Social Responsibility* (CSR) yang menunjukkan rasa tanggung jawab perusahaan terhadap kesejahteraan karyawannya yang mana dapat menarik minat investor untuk menanamkan modal mereka. Hal ini sesuai dengan yang dilansir pada surat kabar *online* <http://ekonomi.kompasiana.com>,

dimana dikatakan bahwa pelaksanaan *Corporate Social Responsibility* (CSR) merupakan sebuah *inner beauty* yang secara tersembunyi mampu menawan hati konsumernya. Konsumen dalam konteks ini adalah para investor.

2. Perusahaan dapat mengefisiensikan arus kas keluar, yaitu terjadinya *recycle* terhadap kas yang dikeluarkan perusahaan. Ketika sebuah perusahaan memerlukan tambahan modal dan mempraktekkan opsi saham terhadap karyawan, maka dana dari karyawan akan kembali masuk kedalam perusahaan, yang mana dana karyawan itu pada dasarnya juga berasal dari perusahaan yang biasanya berupa gaji.
3. Penerapan ESOP dapat mengurangi *agency cost*. Dengan meningkatkan saham perusahaan kepada pihak manajemen, manajer akan dapat merasakan langsung konsekuensi dari keputusan yang diambil oleh mereka terhadap perusahaan. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham.
4. Salah satu fungsi ESOP menurut Edward Graskamp dalam Media Akuntansi (edisi Mei 2000: 48) adalah menunjang terjadinya *good corporate governance*. *Corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan erat dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka dan yakin bahwa manajer tidak akan mencuri atau menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana kapital yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Ujiyanto dan Pramuka, 2007). Hal ini karena salah satu mekanisme internal GCG adalah kepemilikan manajerial dan ESOP adalah salah satu bentuk kepemilikan manajerial.

5. CONCLUSION

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisa dan pembahasan yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka kesimpulan dari hasil penelitian adalah sebagai berikut :

1. Tidak terdapat kinerja perusahaan secara signifikan antara perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP yang dicerminkan dalam rasio likuiditas (*current ratio*).
2. Tidak terdapat kinerja perusahaan secara signifikan antara perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP yang dicerminkan dalam rasio aktivitas (*total asset turnover*).
3. Tidak terdapat kinerja perusahaan secara signifikan antara perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP yang dicerminkan dalam rasio hutang atau solvabilitas (*debt to equity ratio*).
4. Tidak terdapat kinerja perusahaan secara signifikan antara perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP yang dicerminkan dalam rasio profitabilitas (*return on equity*).
5. Tidak terdapat kinerja perusahaan secara signifikan antara perusahaan yang menerapkan ESOP dengan perusahaan yang tidak menerapkan ESOP yang dicerminkan dalam rasio pasar (*prive to book value*).

5.2. Saran

Berdasarkan kesimpulan dari penelitian, saya mengajukan beberapa saran untuk dipertimbangkan pada penelitian berikutnya:

1. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan untuk melakukan pengujian tambahan seperti apakah terdapat perbedaan kinerja perusahaan dan kinerja pasar pada perusahaan sampel pada saat sebelum dan sesudah penerapan ESOP yang dikombinasikan dengan pengujian pada penelitian ini sehingga akan dihasilkan hasil yang lebih akurat yang dapat digunakan sebagai bahan tambahan untuk analisa mengenai penerapan program ESOP.
2. Penelitian selanjutnya dapat lebih menggali lebih dalam mengenai analisa jangka panjang dan juga kegiatan operasional perusahaan sebagai bahan tambahan dalam analisa.

REFERENCES

- Ackerman, D. & Kober, J. A., (2006). *How to Cash Out Tax-Free and Still Keep Your Business*. Texas: Morgan Lewis.
- Amrullah, L.A. (2009). *Pengaruh Current Ratio, Debt to Equity Ratio, dan Risiko Sistematis terhadap Return Saham (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Masuk di JII tahun 2004-2006)*. (Unpublished Study). Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta.
- Ang, R. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta. Mediasoft Indonesia.
- Asyik, N.F. & Soelistyo. (2000). Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Laba (Penetapan Rasio Keuangan sebagai discriminator). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 15, 313 – 331.
- Bapepam. (2002). *Studi tentang Penerapan ESOP Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia*. Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Borzant, L. & Thomas J.Z. (1995). Esops in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 8.
- Brigham, E. & Weston J. F. (1993). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi kesembilan*. Jakarta : Erlangga.
- Cahaya, E. (2008). *Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia Sebelum dan Sesudah Penerapan Employee Stock Ownership Programs (ESOP)*. (Unpublished Study). Universitas Andalas, Padang.
- Chen, W.N., & Chen Y.H. (2008). Corporation financial performance and market reaction to ESOP: evidence from Taiwan. *Investment Management and Financial Innovations*, 5, 41-50. Firms: A Time-Series Analysis, *QJBE*, 30, 3.
- Fisher, et al. (1993). *Human Resources Management, 2nd Edition*. Boston: Houghton Mifflin.
- Gaspersz, V. (2001). *Production Planning and Inventory Control*. Jakarta: Gramedia.
- Given, L.M. (2008). *The Sage encyclopedia of qualitative research methods*. Thousand Oaks: Sage.
- Hanafi & Halim. (1996). *Analisa Laporan Keuangan*. (edisi 1). Jakarta: Salemba Empat.
- Hartati. (2010). *Pengaruh Return on Asset (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), Earning Per Share (EPS), Price Earning Ratio (PER) terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. (Unpublished Study). Universitas Sebelas Maret, Surakarta.
- Hayati, N. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Price Earning Ratio (PER) Sebagai Salah Satu Kriteria Keputusan Investasi Saham Perusahaan Real Estate dan Property di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 11, 53 – 62.

- Helfasari, N. A. (2012). *Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Keputusan Pengadopsian Employee Stock Ownership Program (ESOP) dan Manfaat Pengadopsian Employee Stock Ownership Program (ESOP) terhadap Kinerja Perusahaan* (Unpublished study). Universitas Lampung, Lampung.
- Herdinata, C. (2012). Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Employee Stock Ownership Program. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16, 77-85.
- Herianto. (2013). *Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Kualitas Laba Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia* (Unpublished Study). Universitas Hasanuddin, Makassar.
- Hidayati, E.E. (2010). *Analisis Pengaruh DER, DPR, ROE, dan Size Terhadap PBV Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI Periode 2005 -2007* (Unpublished Thesis). Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ikaheimo, S., Kjelmann, A. & Holmberg, J. (2004). Employee stock option plans and stock market reaction: evidence from Finland. *The European Journal of Finance*, 10. 105-122.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jogiyanto. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi Kedua*. Yogyakarta: BPFE.
- Juri, H.M. (2010). Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Return on Equity (ROE) Perusahaan Tambang yang Go Publik di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Eksis*, 6, 1402-1414.
- Kuncoro, M. (2001). *Metode riset untuk bisnis dan ekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Kurniawan, Deny. 2008. Regresi Linier (Linear Regression): Forum Statistika. Kusuma, A. B. (2010). *Pengaruh Employee Stock Option Plans terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia)*. (Unpublished Study). Universitas Andalas, Padang.
- Letlora, S.C. (2012). *Pengaruh Pengumuman Employee Stock Option Program terhadap Reaksi Pasar dan Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Publik yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia* (Unpublished Study). Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya.
- Lusiana, F.W. (2011). *Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Rasio Solvabilitas, Rasio Aktivitas, dan Rasio Profitabilitas terhadap Price Earning Ratio pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia* (Unpublished Study). Universitas Diponegoro, Semarang.
- MacKinlay, A.C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, XXXV, Issue 1.
- Madura, J. (2007). *Introduction to Business – Edisi 4*. Jakarta: Salemba Empat.
- Margono. (2004). *Metodologi Penelitian Pendidikan*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Pugh, W.N., Sharon L. O., & John S. J. (2000). The Effect of ESOP adoptions on Corporate Performance : Are There Really Performance Change?. *Journal of Managerial and Economic*, 21, 167-180.
- Putri, I. F. & Nasir, M. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi Padang*, 9, 1-25.
- Sugiyono. (2001). *Metode Penelitian Administrasi*. Bandung: Alfabeta.
- Umar, H. (2008). *Strategic Management in Action*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Wahidahwati. (2002). Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan

- Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi. V. Ikatan Akuntansi Indonesia.*
- Widodo, S. (2007). *Analisis Pengaruh Rasio Aktivitas, Rasio Profitabilitas, dan Rasio Pasar, terhadap Return Saham Syariah dalam Kelompok Jakarta Islamic Index (JII) tahun 2003-2005.* (Unpublished Study). Universitas Diponegoro, Semarang.
- Yadiati, W. (2007). *Teori akuntansi: suatu pengantar.* Jakarta: Kencana
- Zhu, Z., Hoffmire, J., Hoffmire, J., & Wang, F., (2013). Employee Stock Ownership Plans and Their Effect on Productivity: The Case of Huawei. *International Journal of Business and Management Invention, 2*, 17-22.
- Ujiyanto, M.A. & Pramuka, B.A. (2007). Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi X.* 10. 6.