

**PENGARUH KEBIJAKAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM*
TERHADAP PERKEMBANGAN KINERJA KEUANGAN DAN KINERJA
PASAR PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Jurusan Manajemen



Oleh :

HAGAN DIBIN QUREYTA
2012210724

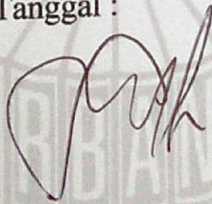
**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2016**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Hagan Dibin Qureyta
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 04 Januari 1994
N.I.M : 2012210724
Jurusan : Manajemen
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul : Pengaruh Kebijakan *Employee Stock Ownership Program* Terhadap Perkembangan Kinerja Keuangan Dan Kinerja Pasar Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.

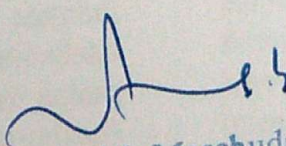
Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing
Tanggal :



(Dr. Lutfi S.E, M.Fin)

an Ketua Program Sarjana Manajemen
Tanggal : 7-9-2016



Dr. Ec. Aniek Maschudah I, M.Si
(Dr. Muazaroh, S.E., M.T.)

THE EFFECT OF EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM POLICIES TO THE DEVELOPMENT OF FINANCIAL PERFORMANCE AND MARKET PERFORMANCE COMPANIES ARE LISTED IN THE INDONESIAN STOCK EXCHANGE

ABSTRACT

Hagan Dibin Qureyta
STIE Perbanas Surabaya
2012210724@students.perbanas.ac.id

Lutfi
STIE Perbanas Surabaya
Email: lutfi@perbanas.ac.id
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

This research was conducted to prove that the program of employee stock ownership program (ESOP) can improve the company's financial performance and market performance before and after implementation of the ESOP. In this research, the samples used non-financial companies amounted to 10 companies with the samples periods between 2008 and 2012. While the entire study periods were used between 2006 and 2014. The analysis technique used in this research using paired sample t-test and the wilcoxon signed rank test by SPSS 20. the results of this research proves that the ESOP can not improve the company's financial performance and the market performance of the companies.

Keywords: ESOP, Financial Performance, Market Performance.

PENDAHULUAN

Pada dewasa ini dalam sebuah perusahaan, penunjukan atas karyawan yang dilakukan oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaannya memungkinkan akan terjadinya sebuah konflik kepentingan antara pemegang saham dengan karyawan. Hal tersebut dikarenakan adanya perbedaan tujuan, keinginan dan motivasi antara pengelola dana (karyawan) perusahaan dan pemilik perusahaan atau pemegang saham (Ida Bagus

Putra Astika, 2006). Konflik tersebut dapat terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan dalam perusahaan yang pada akhirnya menimbulkan adanya ketidakseimbangan informasi dari karyawan kepada pemegang saham. Pemisahan tersebut dapat terjadi karena karyawan merasa memiliki informasi yang lebih banyak dan bertindak secara langsung dalam mengelola perusahaan dibanding

pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Atas dasar permasalahan tersebut muncul alternatif *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) yang diharapkan mampu mengatasi masalah kepentingan tersebut. *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) sendiri merupakan sebuah program atas kepemilikan saham perusahaan oleh karyawan, yang mana program tersebut diharapkan dapat menumbuhkan rasa memiliki terhadap perusahaan tempat karyawan tersebut bekerja. Penerapan program tersebut diharapkan dapat mendukung adanya peningkatan kinerja perusahaan yang kemudian peningkatan kinerja perusahaan tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan. Semakin baik nilai perusahaan, disinyalir hal tersebut akan meningkatkan kemakmuran pemilik dan menarik minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut (Christian Herdinata, 2012). Selain dapat memberikan keuntungan dari segi perusahaan, penerapan kebijakan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) tersebut juga dapat memberikan keuntungan terhadap karyawan atas kesan *financial investment* yang mana maksud dari *financial investment* tersebut adalah karyawan dapat menjual saham yang telah dibeli/diberi tersebut dikemudian hari (Iqbal dan Hamid, 2000) dan akhirnya akan dapat meningkatkan produktifitas karyawan sehingga memberikan kontribusi yang positif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Penelitian mengenai penerapan kebijakan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) yang

mengacu pada kinerja keuangan ini telah dilakukan sebelumnya. Penelitian yang dilakukan oleh Selvy Chelarci Letlora (2012) berkesimpulan bahwa penerapan ESOP yang berlaku pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tidak memberikan pengaruh yang positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Begitu juga, penelitian yang dilakukan oleh Yeo *et al* (1999) menunjukkan bahwa kebijakan ESOP tidak memberikan bukti bahwa ESOP mampu mempengaruhi positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun, hasil yang berbeda dikemukakan oleh Ni Putu Eka Mardiantari dan Ida Bagus Putra Astika (2015) yang mengemukakan bahwa ESOP memberikan peningkatan yang positif atas kinerja keuangan pada saat setelah pengadopsian ESOP dan juga penelitian yang dilakukan oleh Ngambi dan Oloume (2013) yang menyatakan bahwa ESOP memberikan dampak positif pada kinerja keuangan perusahaan khususnya ROA.

Penelitian mengenai pengaruh penerapan kebijakan ESOP pada kinerja pasar juga telah dilakukan sebelumnya. Penelitian mengenai pengaruh ESOP terhadap kinerja pasar yang dilakukan oleh Selvy Chelarci Letlora (2012) yang berkesimpulan bahwa penerapan ESOP pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI juga tidak memberikan pengaruh yang positif terhadap kinerja pasar perusahaan. Hasil yang berbeda justru dikemukakan oleh Ni Putu Eka Mardiantari dan Ida Bagus Putra Astika (2015) bahwa ESOP memberikan peningkatan yang

positif namun tidak atas kinerja pasar pada saat setelah pengadopsian ESOP.

Memperhatikan adanya perbedaan pada hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu, membuat peneliti saat ini merasa tertarik untuk mengkaji kembali mengenai beberapa hal yang berkaitan dengan pelaksanaan kebijakan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) terhadap kinerja keuangan perusahaan dan kinerja pasar perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada perusahaan-perusahaan nonkeuangan di Indonesia. Alasan peneliti untuk tidak menyertakan kelompok industri

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Agency Problems

Pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan yang terjadi dalam sebuah perusahaan saat ini, memungkinkan adanya potensi konflik antara pemegang saham dengan karyawan perusahaan. Pemisahan tersebut juga akan menciptakan situasi yang memungkinkan manajemen (karyawan) bertindak mementingkan dirinya sendiri daripada kepentingan pemegang sahamnya (Van Horne dan Wachowicz, 2014:5). Dalam kondisi tersebut, para pemegang saham memiliki kendali yang sangat terbatas dalam jalannya operasi perusahaan dan karyawan pada akhirnya memiliki kecenderungan untuk bertindak sebagai pemaksimal profit yang dimana hal tersebut

perbankan dan keuangan dalam penelitian ini dikarenakan adanya perbedaan struktur keuangan dan sistem pelaporan keuangan dalam pelaporan laba-rugi perusahaan keuangan maupun komponen-komponen yang dilaporkan dalam laporan arus kas.

Berdasarkan beberapa kesimpulan-kesimpulan yang berbeda tersebut, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang sama namun dengan sampel dan periode maupun teknik penelitian yang berbeda. Hal ini dilakukan untuk menganalisis dan mengetahui apakah kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan setelah kebijakan ESOP lebih baik daripada sebelum kebijakan ESOP.

bersifat jangka pendek, bukan bertindak ke arah pemaksimalan kekayaan pemegang saham ataupun nilai perusahaan yang mana hal tersebut mengarah pada kelangsungan perusahaan dimasa mendatang (Harmono, 2015:3). Selain adanya perbedaan kepentingan seperti contoh perbedaan tujuan dan motivasi yang diakibatkan oleh pemegang saham dan karyawannya, pemisahan yang terjadi juga menunjukkan adanya kondisi dimana pemegang saham tidak mendapatkan informasi secara cermat mengenai kinerja karyawan dan kepastian bahwa karyawan berupaya bekerja maksimal untuk memaksimalkan kepentingan pemilik. Hal tersebut pada akhirnya menimbulkan ketidakseimbangan informasi guna mendukung pengambilan keputusan kebijakan (Harmono, 2015:3). Maka dari itu

diperlukan solusi bagi perusahaan untuk menyelesaikan masalah masalah agensi, yang salah satunya dengan menerapkan program ESOP.

Employee Stock Ownership Program

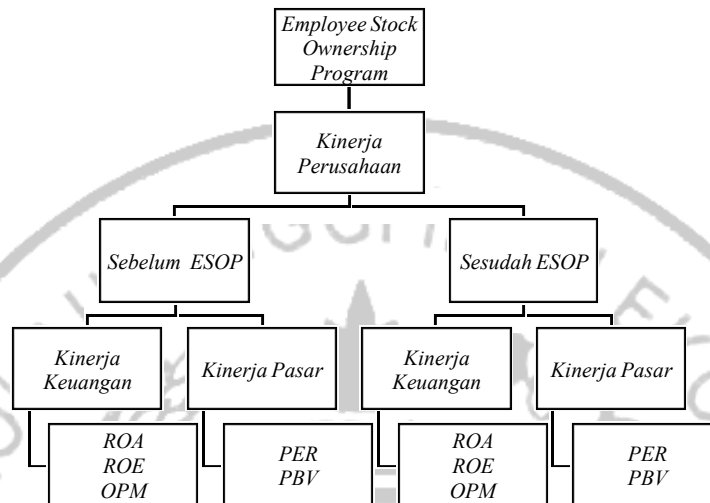
Employee Stock Ownership Program (ESOP) merupakan program yang memberikan kesempatan kepada karyawan untuk berhak memiliki perusahaan dalam bentuk saham dimana karyawan tersebut bekerja sepanjang periode waktu tertentu, dengan membayar sebesar harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian (Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia, 2002:21). Dengan adanya pengadopsian ESOP ini dalam sebuah perusahaan, diharapkan dapat meningkatkan rasa kepemilikan pada karyawan terhadap perusahaannya sehingga dapat mendorong produktivitas karyawan dalam bekerja secara efektif dan efisien, yang mana program ini diterapkan dengan tujuan dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Christian Herdinata, 2012). Menurut BAPEPAM (2002), kebijakan ESOP ini diselenggarakan untuk mencapai beberapa tujuan, antara lain: (1) memberikan penghargaan (reward) kepada seluruh pegawai, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya terhadap meningkatnya kinerja perusahaan. (2) menciptakan keselarasan kepentingan, sehingga tidak ada benturan kepentingan antara pemegang saham dan pihak-pihak yang menjalankan kegiatan usaha perusahaan (3) meningkatkan komitmen karyawan terhadap

perusahaan dikarenakan adanya rasa memiliki perusahaan, sehingga diharapkan akan meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan (4) menarik, mempertahankan, dan memotivasi (*attract, retain, and motivate*) pegawai kunci perusahaan dalam rangka peningkatan *shareholders value*. (5) sebagai sarana program sumber daya manusia untuk mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan jangka panjang, karena ESOP pada dasarnya merupakan bentuk kompensasi yang didasarkan atas prinsip insentif, yaitu ditujukan untuk memberikan pegawai suatu penghargaan yang besarnya dikaitkan dengan ukuran kinerja perusahaan.

Adapun beberapa kebijakan perusahaan yang terkait dengan ESOP. Macam-macam bentuk ESOP antara lain: (1) Pemberian Saham (*Stock Grants*), program pemberian saham ini pada dasarnya bersifat hibah dari perusahaan kepada karyawan. (2) Program Pembelian Saham Oleh Karyawan (*Direct Employee Stock Purchase Plans*), program ini memungkinkan karyawan untuk membeli saham perusahaan dengan tingkat keuntungan tertentu. (3) Program Opsi Saham (*Stock Option Plans*), perusahaan memberikan pilihan kepada karyawan untuk membeli saham perusahaan dengan harga tertentu dan pada periode tertentu. (4) *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs), program ini merupakan salah satu bentuk dari program pensiun. (5) *Phantom Stock and Stock Appreciation Rights* (SARs), program ini memungkinkan karyawan untuk mendapat

keuntungan ekonomis atas kepemilikan saham tanpa diikuti transfer (pemindahan) saham sesungguhnya.

Berdasarkan dari yang dijelaskan sebelumnya maka, penulis dapat membuat sebuah kerangka pemikiran mengenai dampak ESOP terhadap kinerja perusahaan sebagai berikut:



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi yang akan digunakan peneliti dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2006 hingga 2014.

Dalam penentuan sampel, peneliti menggunakan metode *judgement sampling* yang mana metode tersebut merupakan salah satu jenis sampling purposif yang digunakan untuk memilih sampel berdasarkan kriteria atau penilaian terhadap beberapa karakteristik dari anggota sampel yang disesuaikan dengan maksud pada penelitian. Kriteria yang dimaksud peneliti adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar dalam Bursa

Efek Indonesia (BEI) pada periode 2006 hingga 2014. (2) Memiliki data penerapan ESOP pada 1 Januari 2008 sampai 31 Desember 2012. (3) Memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode penelitian. (4) Perusahaan tidak melakukan *stock split*, *stock repurchase*, *merger* dan akuisisi selama 2 tahun sebelum penerapan dan 2 tahun setelah penerapan agar penelitian yang dilakukan dapat teridentifikasi secara jelas dampak akan ESOP. Dari 483 perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI, maka diperoleh 10 perusahaan yang menjadi sampel penelitian sesuai dengan kriteria pemilihan sampel.

Data Penelitian

Pada penelitian ini, sampel yang diambil adalah sampel yang telah memenuhi kriteria-kriteria dan tercantum pada sub bab sebelumnya selama tahun 2006 hingga 2014. Data yang digunakan termasuk dalam kategori data sekunder dimana data tersebut berupa laporan keuangan lengkap yang dapat diperoleh melalui ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*). Dalam penelitian ini, juga memperhatikan data mengenai daftar perusahaan yang menerapkan ESOP dan tanggal penerapannya yang dapat diperoleh dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*).

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan pada penelitian ini meliputi kinerja keuangan dengan indikator yang digunakan untuk mengukur antara lain ROA (*Return on Asset*), ROE (*Return on Equity*), OPM (*Operating Profit Margin*) dan kinerja pasar perusahaan dengan indikator yang digunakan PER (*Price Earning Ratio*), dan PBV (*Price Book Value*).

Definisi Operasional Variabel

Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengendalikan sumber daya yang dimilikinya guna menghasilkan laba (Lukviarman, 2006:13). Kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dengan indikator sebagai berikut:

ROA (*Return on Asset*)

Merupakan salah satu rasio kemampulabaan perusahaan dalam menghasilkan sebuah laba bersih perusahaan dengan menggunakan aktiva-aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. ROA dapat diukur dengan menggunakan rumus

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

ROE (*Return on Equity*)

Merupakan salah satu rasio kemampulabaan dalam perusahaan juga untuk menghasilkan sebuah laba bersih perusahaan dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. ROE dapat diukur dengan menggunakan rumus

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Modal Saham}}$$

OPM (*Operating Profit Margin*)

Merupakan salah satu pengukuran *profit margin* dalam rasio kemampulabaan perusahaan dalam menghasilkan sebuah laba sebelum bunga dan pajak yang dilakukan perusahaan dengan tidak mengikutsertakan pendapatan-pendapatan yang bersifat sementara atau dapat dibilang pendapatan yang diperoleh diluar usaha operasional perusahaan. OPM dapat diukur dengan menggunakan rumus

$$OPM = \frac{\text{Laba Operasional}}{\text{Penjualan}}$$

Kinerja Pasar Perusahaan

Kinerja pasar perusahaan dapat diartikan sebagai sejauh mana perusahaan meningkatkan nilai saham perusahaan yang telah

diperdagangkan dalam pasar modal (I Made Sudana, 2015:26). Kinerja pasar dapat diukur menggunakan indikator:

PER (Price Earning Ratio)

Rasio ini digunakan investor untuk mengukur sejauh mana prospek pertumbuhan perusahaan dalam waktu kedepan yang tercermin dari laba saham (I Made Sudana, 2015:26). Rasio ini dapat diketahui dengan rumus:

$$PER = \frac{\text{Harga saham per lembar}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

PBV (Price Book Value)

Rasio ini digunakan untuk mengukur akan penilaian pasar (harapan investor) terhadap *earnings* dan arus kas dimasa yang akan datang. Hal ini dikarenakan nilai buku dapat digunakan sebagai cerminan nilai selisih nilai buku aset dengan nilai buku kewajiban akan aktiva yang dimiliki perusahaan. (Werner R. Murhadi, 2009:147). Rasio ini dapat diketahui dengan rumus:

$$PBV = \frac{\text{Harga saham per lembar}}{\text{Nilai buku per saham}}$$

Alat Analisis

Untuk menguji pengaruh ESOP terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar pada perusahaan yang terdaftar pada BEI tahun 2006 hingga 2014 digunakan alat analisis yaitu menggunakan *paired sample t-test* dan *wilcoxon signed rank-test*.

Adapun alasan mengapa digunakan dua alat analisis tersebut adalah sampel yang digunakan menunjukkan suatu hubungan pada variabel tertentu.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan gambaran mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, meliputi kinerja keuangan (ROA, ROE, dan OPM) dan kinerja pasar (PER dan PBV). Berikut hasil atas pengujian analisis deskriptif.

Tabel 1
Analisis Deskriptif Kinerja Keuangan

	Rata - Rata per Tahun	Rata - Rata Sesudah	Nilai Minimum Sesudah	Nilai Maksimum Sesudah	Standar Deviasi
ROA t+2	8,14%	8,00%	-2,10%	21,10%	8,59%
ROA t+1	7,81%				6,26%
ROE t+2	14,24%	15,10%	-5,20%	53,10%	15,86%
ROE t+1	15,91%				14,40%
OPM t+2	19,34%	20,20%	-8,50%	45,70%	17,86%
OPM t+1	21,07%				15,79%

	Rata - Rata per Tahun	Rata - Rata Sebelum	Nilai Minimum Sebelum	Nilai Maksimum Sebelum	Standar Deviasi
ROA t-2	8,46%	8,80%	2,10%	21,70%	8,40%
ROA t-1	9,07%				6,26%
ROE t-2	15,47%	16,50%	2,90%	41,50%	12,60%
ROE t-1	17,48%				12,66%
OPM t-2	23,30%	22,50%	-1,70%	52,10%	16,78%
OPM t-1	21,66%				15,39%

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 1, dapat dilihat bahwa rata-rata kinerja keuangan sesudah penerapan ESOP lebih rendah dibanding sebelum penerapan ESOP, begitu juga dengan nilai minimum setelah penerapan ESOP yang masih lebih rendah bila dibanding dengan sebelum penerapan ESOP. Tingkat ROA sesudah penerapan menurun 0,8% dari sebelum penerapan ESOP yang mempunyai rata-rata 8,80% penurunan tersebut mengindikasikan bahwa terjadi penurunan optimalisasi aset dalam menghasilkan laba perusahaan. Indikasi yang sama terjadi pada optimalisasi ekuitas yang dimiliki perusahaan, indikasi penurunan tersebut tercermin pada tingkat ROE perusahaan yang menurun 1,4% bila dibandingkan dengan sebelum penerapan ESOP yang mempunyai rata-rata nilai 16,5%. Pada indikator OPM, nilai rata-rata juga menurun menjadi 20,2% dari sebelum penerapan yang mencapai 22,5%, hal tersebut mengindikasikan bahwa tingkat kegiatan operasional perusahaan dalam menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak serta tanpa mengikutsertakan pendapatan-pendapatan diluar kegiatan operasional juga menurun.

Bila didasarkan pada rata-rata per tahun, perbandingan tingkat ROA setelah dua tahun penerapan ESOP dengan dua tahun sebelum penerapan ESOP mengalami penurunan dari 8,46% pada saat sebelum penerapan ESOP menjadi 8,14% pada saat setelah penerapan ESOP. Begitu juga dengan ROA satu tahun sesudah penerapan ESOP yang juga menurun dibanding satu tahun sebelum penerapan ESOP dari 9,07% menjadi 7,81%. Untuk ROE yang didasarkan pada perbandingan dua tahun setelah penerapan ESOP dengan dua tahun sebelum ESOP mengalami penurunan sebesar 1,23%. Begitu juga dengan ROE dengan perbandingan satu tahun setelah penerapan dengan satu tahun sebelum penerapan ESOP yang mengalami penurunan dari 17,48% menjadi 15,91%. Hal yang sama pada tingkat OPM perusahaan yang didasarkan pada perbandingan dua tahun setelah penerapan ESOP dengan dua tahun sebelum penerapan ESOP yang menurun dari 23,30% menjadi 19,34%. Tingkat OPM yang didasarkan pada satu tahun setelah penerapan ESOP menurun 0,59% dari sebelum penerapan ESOP.

Berdasarkan perbandingan rata-rata satu tahun sesudah dengan satu tahun sebelum dan dua tahun

sesudah dengan dua tahun sebelum maka dapat diindikasikan bahwa terjadi penurunan efisiensi dan efektifitas dalam penggunaan aset dan ekuitas yang dimiliki perusahaan

serta penurunan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih sebelum bunga dan pajak diluar pendapatan-pendapatan yang bersifat sementara.

Tabel 2
Analisis Deskriptif Kinerja Pasar

	Rata - Rata per Tahun (Kali)	Rata - Rata Sesudah (Kali)	Nilai Minimum Sesudah (Kali)	Nilai Maksimum Sesudah (Kali)	Standar Deviasi (Kali)
PER t+2	26,37	19,64	4,03	127,69	36,43
PER t+1	14,28				13,09
PBV t+2	2,66	2,42	0,31	7,74	2,42
PBV t+1	2,18				2,29
	Rata - Rata per Tahun (Kali)	Rata - Rata Sebelum (Kali)	Nilai Minimum Sebelum (Kali)	Nilai Maksimum Sebelum (Kali)	Standar Deviasi (Kali)
PER t-2	53,33	34,96	3,90	277,22	83,42
PER t-1	16,59				6,44
PBV t-2	14,21	9,67	0,49	127,69	28,62
PBV t-1	5,13				36,43

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 2, dapat dilihat bahwa rata-rata kinerja keuangan setelah penerapan ESOP lebih rendah dibanding sebelum penerapan ESOP, sama halnya dengan nilai maksimum setelah penerapan ESOP yang juga masih lebih rendah daripada sebelum penerapan ESOP. Tingkat PER sesudah penerapan menurun drastis sebesar 15,32 kali dari sebelum penerapan ESOP yang mempunyai rata-rata 34,96 kali, penurunan tersebut mengindikasikan bahwa terjadi penurunan prospek pertumbuhan perusahaan yang tercermin dari keuntungan saham perusahaan yang telah diperdagangkan dalam pasar modal.

Hal yang sama terjadi pada PBV perusahaan yang juga menurun drastis menjadi 2,42 kali bila dibandingkan dengan sebelum penerapan ESOP yang mempunyai rata-rata nilai 9,67 kali penurunan tersebut mengakibatkan menurunnya penilaian pasar terhadap nilai perusahaan dan penilaian terhadap manajemen perusahaan yang bertindak sebagai pengelola atas kekayaan para pemegang saham .

Bila didasarkan pada rata-rata per tahun, perbandingan tingkat PER setelah dua tahun penerapan ESOP dengan dua tahun sebelum penerapan ESOP mengalami penurunan dari 53,33 kali pada saat sebelum penerapan ESOP menjadi 26,37 kali

pada saat setelah penerapan ESOP. Begitu juga dengan PER satu tahun sesudah penerapan ESOP yang juga menurun dibanding satu tahun sebelum penerapan ESOP dari 16,59 kali menjadi 14,28 kali. Untuk PBV yang didasarkan pada perbandingan dua tahun setelah penerapan ESOP dengan dua tahun sebelum ESOP mengalami penurunan drastis sebesar 11,55 kali dari 14,21 kali pada saat sebelum penerapan ESOP menjadi 2,66 kali pada saat setelah penerapan ESOP. Begitu juga dengan PBV dengan perbandingan satu tahun setelah penerapan dengan satu tahun sebelum penerapan ESOP yang mengalami penurunan dari 5,13 kali menjadi 2,18 kali.

Berdasarkan rata-rata pertahun tersebut penurunan PER dan PBV mengindikasikan bahwa tingkat kepercayaan investor pada

perusahaan akan kepastian keberlanjutan perusahaan dimasa mendatang juga menurun.

UJI NORMALITAS

Uji normalitas pada penelitian ini, menggunakan metode pengolahan data *Kolmogorov-Smirnov Test*. Tujuan dilakukannya pengujian ini adalah untuk membuktikan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini dapat terdistribusi normal ataukah tidak. Data yang terdistribusi normal akan digunakan uji parametrik dengan menggunakan metode *paired sample t-test* (uji beda berpasangan). Namun apabila data tidak terdistribusi secara normal dan pengujian terhadap hipotesis akan digunakan uji non parametrik dengan menggunakan metode *Wilcoxon signed-rank Test*.

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas

Keterangan Indikator	Tingkat Signifikansi	Hasil Uji Normalitas	Kesimpulan
ROA	$\alpha = 5\%$	0,066	Terdistribusi Normal
ROE		0,189	Terdistribusi Normal
OPM		0,886	Terdistribusi Normal
PER		0,000	Tidak Terdistribusi Normal
PBV		0,000	Tidak Terdistribusi Normal

Sumber: Data diolah

Berdasarkan atas hasil pada tabel 4.5, pengujian terhadap uji normalitas pada masing-masing indikator dan masing-masing periode penelitian terbukti bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini kinerja keuangan yang diprosikan dengan ROA, ROE dan OPM terdistribusi secara normal, maka pengujian yang akan dipakai dalam uji hipotesis menggunakan metode *paired sample t-test* (uji beda

berpasangan). Sedangkan kinerja pasar yang diprosikan dengan PER dan PBV tidak terdistribusi secara normal, maka pengujian yang akan dipakai dalam uji hipotesis menggunakan metode *wilcoxon signed rank test* (uji beda berpasangan).

HASIL UJI HIPOTESIS DAN PEMBAHASAN

Pada uji hipotesis ini akan dilakukan pengujian untuk menguji apakah kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan setelah tahun penerapan ESOP lebih baik daripada tahun sebelumnya. Dalam penelitian ini, pengujian dilakukan dengan cara

membandingkan kinerja keuangan dan kinerja pasar satu tahun sebelum penerapan ESOP dengan satu tahun setelah penerapan ESOP serta membandingkan kinerja keuangan dan kinerja pasar dua tahun sebelum penerapan ESOP dengan dua tahun setelah penerapan ESOP.

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis Kinerja Keuangan Perusahaan

Indikator	Mean Differences	t_{hitung}	t_{tabel}	Hasil
$ROA_{t+1} - ROA_{t-1}$	-0,0125	-0,345	1,833	H_A Ditolak
$ROE_{t+1} - ROE_{t-1}$	-0,0157	-0,281		H_A Ditolak
$OPM_{t+1} - OPM_{t-1}$	-0,0059	-0,175		H_A Ditolak
$ROA_{t+2} - ROA_{t-2}$	-0,0032	-0,074	1,833	H_A Ditolak
$ROE_{t+2} - ROE_{t-2}$	-0,0123	-0,196		H_A Ditolak
$OPM_{t+2} - OPM_{t-2}$	-0,0396	-0,532		H_A Ditolak

Sumber: Data diolah

Dari tabel 4, dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis pertama akan kinerja keuangan perusahaan ditolak. Maka hal tersebut membuktikan kinerja keuangan perusahaan yang diprosikan dengan ROA, ROE, dan OPM setelah penerapan ESOP tidak lebih baik daripada tahun sebelum penerapan ESOP. Kesimpulan tersebut didapat melalui uji hipotesis tahap pertama dengan membandingkan satu tahun setelah penerapan ESOP dengan satu tahun sebelum penerapan ESOP yang hasilnya tingkat t_{hitung} ROA, ROE dan OPM bernilai $<$ nilai $t_{tabel(5\%,9)}$ yang bernilai 1,833. Begitu juga dengan uji hipotesis tahap kedua, pengujian tersebut dilakukan dengan membandingkan dua tahun setelah penerapan ESOP dengan dua tahun sebelum penerapan ESOP yang hasilnya tingkat t_{hitung} ROA, ROE

dan OPM bernilai $<$ dari nilai $t_{tabel(5\%,9)}$.

Penolakan hipotesis atas kinerja keuangan tersebut mencerminkan bahwa ESOP masih belum dapat digunakan sebagai alternatif penyelesaian atas konflik kepentingan yang terjadi antara karyawan sebagai pengelola perusahaan dengan pemegang saham perusahaan dan masih belum dapat memotivasi karyawan untuk bekerja lebih baik sehingga produktivitas laba perusahaan juga masih belum meningkat. Hal tersebut bisa dikarenakan oleh beberapa faktor yang terjadi, yang pertama pada jumlah pembagian saham yang dibagikan kepada karyawan terbilang cukup rendah dengan rata-rata 0,112% sehingga menyebabkan tingkat motivasi karyawan dan rasa kepemilikan kepada perusahaan

tempat karyawan tersebut bekerja juga rendah serta karyawan lebih memilih untuk menerima gaji yang diterimanya yang mungkin secara nilai lebih besar daripada menerima hasil atas pembagian deviden dari ESOP yang mungkin secara nilai lebih kecil. Dampaknya, ESOP tidak dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan seperti yang diungkapkan oleh Christian Herdinata (2012). Faktor yang kedua mengapa hipotesis ditolak adalah karena data sampel penelitian yang diambil pada tahun 2006 hingga 2014 bersamaan dengan krisis ekonomi global yang terjadi tahun 2008 dan 2012 dengan jumlah data sampel 6 perusahaan, 3 perusahaan pada tahun 2008 dan 3 tahun pada tahun 2012 dari total 10 perusahaan yang digunakan. Krisis global yang terjadi berdampak pada perlambatan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang dimungkinkan karena tingkat daya beli maupun permintaan barang atau jasa oleh konsumen juga menurun pada saat krisis ekonomi tersebut terjadi. Kemudian penurunan daya beli atau permintaan tersebut berimbas pada tingkat penjualan perusahaan yang menurun, sehingga hal tersebut juga akan menurunkan laba perusahaan. Pernyataan tersebut didukung dengan tabel 4.2 yang mana tingkat rata-rata ROA, ROE, dan OPM sesudah penerapan ESOP yang cenderung menurun daripada sebelum penerapan ESOP. Begitu pula rata-rata ROA, ROE, dan OPM yang didasarkan pada perbandingan per tahun yakni antara satu tahun setelah penerapan ESOP dengan satu tahun sebelum peneraan ESOP dan dua tahun setelah penerapan dengan dua

tahun sebelum penerapan ESOP yang hasilnya masing-masing indikator terbukti menurun pada satu tahun maupun dua tahun setelah penerapan ESOP.

Hasil penelitian yang telah dilakukan ini menguatkan penelitian yang telah dilakukan oleh Selvy Chelarci Letlora (2012) dan Yeo *et al* (1999) yang mengemukakan bahwa ESOP tidak mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Namun hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Ni Putu Eka Mardiantari dan Ida Bagus Putra Astika (2015) serta penelitian yang dilakukan oleh Ngambi dan Oloume (2013). Perbedaan hasil penelitian yang dilakukan Ni Putu Eka Mardiantari dan Ida Bagus Putra Astika (2015) terletak pada periode penelitian yang cukup panjang yaitu dalam rentang waktu 2000 hingga 2012 dan sampel yang digunakan lebih banyak, yakni 53 perusahaan. Dengan semakin banyaknya sampel yang digunakan dan semakin panjangnya periode yang digunakan maka besar kemungkinan semakin menggambarkan dampak ESOP untuk jangka panjang karena periode yang digunakan menunjukkan bahwa periode tersebut kemungkinan besar dapat menutupi dampak akibat krisis global yang terjadi pada tahun 2008 hingga 2012. Perbedaan hasil penelitian yang dilakukan Ngambi dan Oloume (2013) berada pada penggunaan sampel yang berasal dari negara Kamerun dengan jumlah data sampel mencapai 12 perusahaan serta rata-rata saham ESOP yang dibagikan oleh perusahaan mencapai 4,6%. Dengan adanya rata-rata prosentase ESOP yang dibagikan oleh perusahaan-perusahaan di

negara Kamerun lebih besar yang mencapai 4,6% dimungkinkan bahwa karyawan-karyawan yang bekerja pada perusahaan tersebut merasa termotivasi akan deviden yang

dibagikan lebih besar atau dimungkinkan juga karena perbedaan kondisi ekonomi di negara Kamerun dengan kondisi ekonomi di negara Indonesia.

Tabel 5
Hasil Uji Hipotesis Kinerja Pasar Perusahaan

Indikator	T _{hasil} (Sum of Rank)	T _{tabel}	Hasil
PER _{t+1} – PER _{t-1}	25	10	H _A Ditolak
PBV _{t+1} – PBV _{t-1}	18	10	H _A Ditolak
PER _{t+2} – PER _{t-2}	20	10	H _A Ditolak
PBV _{t+2} – PBV _{t-2}	14	10	H _A Ditolak

Sumber: data, diolah

Berdasarkan hasil dari tabel 5, dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua akan kinerja pasar juga ditolak. Maka hal tersebut membuktikan kinerja pasar perusahaan yang diprosikan dengan PER dan PBV setelah penerapan ESOP tidak lebih baik daripada tahun sebelum penerapan ESOP. Kesimpulan tersebut didapat melalui uji hipotesis tahap pertama dan tahap kedua dengan membandingkan satu tahun setelah penerapan ESOP dengan satu tahun sebelum penerapan ESOP dan dua tahun setelah penerapan ESOP dengan dua tahun sebelum penerapan ESOP yang mana hasil tersebut menunjukkan nilai T_{hitung} atau *sum of rank* terkecil > daripada nilai kritis T_{tabel} yang bernilai 10.

Penurunan kinerja pasar perusahaan dan ditolaknya hipotesis akan kinerja pasar tersebut terjadi karena pengaruh kinerja keuangan perusahaan juga menurun. Seperti yang telah diulas sebelumnya, penurunan kinerja keuangan perusahaan dapat disebabkan oleh jumlah pembagian saham ESOP

untuk karyawan masih sangat kecil yakni dengan rata-rata 0,112% sehingga hal tersebut menyebabkan tingkat motivasi, produktifitas, dan rasa kepemilikan karyawan terhadap perusahaannya juga rendah serta karyawan lebih memilih untuk menerima gaji yang diterimanya yang mungkin secara nilai lebih besar daripada menerima hasil atas pembagian deviden dari ESOP yang mungkin secara nilai lebih kecil. Penurunan kinerja pasar dan ditolaknya hipotesis akan kinerja pasar juga dapat diakibatkan penurunan kinerja keuangan perusahaan akibat dari krisis global pada tahun 2008 dan 2012 karena data sampel penelitian yang digunakan bersamaan dengan fenomena tersebut, yakni antara tahun 2008 hingga 2012 dengan jumlah data sampel 6 perusahaan, 3 perusahaan pada tahun 2008 dan 3 tahun pada tahun 2012 dari total 10 perusahaan yang digunakan. Penurunan kinerja keuangan tersebut dapat mempengaruhi pasar modal khususnya pada indeks harga saham, karena jika kinerja keuangan

perusahaan suatu perusahaan turun maka akan berdampak pada turunnya harga saham perusahaan. Turunnya indeks harga saham perusahaan mengindikasikan bahwa tingkat kepercayaan atau keyakinan investor terhadap prospek masa depan perusahaan juga menurun. Sehingga penurunan kinerja keuangan perusahaan menyebabkan kinerja pasar perusahaan yang juga ikut menurun. Pernyataan tersebut didukung dengan tabel 4.3 yang mana tingkat rata-rata PER dan PBV sesudah penerapan ESOP yang cenderung menurun daripada sebelum penerapan ESOP. Begitu pula rata-rata PER dan PBV yang didasarkan pada perbandingan per tahun yakni antara satu tahun setelah penerapan ESOP dengan satu tahun sebelum penerapan ESOP dan dua tahun setelah penerapan dengan dua tahun sebelum penerapan ESOP yang hasilnya masing-masing indikator terbukti menurun pada satu tahun maupun dua tahun setelah penerapan ESOP.

Hasil penelitian ini telah menguatkan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Selvy Chelarci Letlora (2012) bahwa ESOP tidak memberikan dampak positif terhadap kinerja pasar khususnya PER. Hasil atas pengujian tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Ni Putu Eka Mardiantari dan Ida Bagus Putra Astika (2015) yang mengemukakan ESOP memberikan dampak positif terhadap kinerja pasar khususnya PBV. Perbedaan hasil penelitian yang dilakukan Ni Putu Eka Mardiantari dan Ida Bagus Putra Astika (2015) terletak pada periode penelitian yang cukup panjang yaitu

antara 2000 hingga 2012, jumlah sampel yang digunakan lebih banyak yakni 53 perusahaan. Dengan semakin banyaknya sampel yang digunakan dan semakin panjangnya periode yang digunakan maka besar kemungkinan semakin menggambarkan dampak ESOP untuk jangka panjang karena periode yang digunakan menunjukkan bahwa periode tersebut kemungkinan besar dapat menutupi dampak akibat krisis global yang terjadi pada tahun 2008 hingga 2012.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan pengujian dan pembahasan yang telah dilakukan, terlihat bahwa hasil pengujian membuktikan program ESOP (*Employee Stock Ownership Program*) tidak dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan juga program ESOP (*Employee Stock Ownership Program*) tidak dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa program ESOP yang dilaksanakan oleh perusahaan masih belum mampu meningkatkan kinerja keuangan dan pasar perusahaan.

Keterbatasan atas penelitian ini antara lain data penelitian ini menggunakan laporan keuangan pada periode tahun 2008 hingga 2012 dengan perbandingan yang digunakan pada periode penelitian adalah dua tahun sesudah dengan dua tahun sebelum. Sehingga hasil penelitian masih belum dapat menggambarkan pengaruh ESOP untuk jangka panjang. Keterbatasan yang lain terletak pada penggunaan

sumber data yang hanya bersumber dari ringkasan laporan keuangan yang berada pada buku *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Dari hasil penelitian ini, peneliti ingin memberikan beberapa saran kepada pihak-pihak yang membutuhkan informasi seputar penerapan ESOP yaitu bagi manajemen perusahaan diharapkan bagi perusahaan yang menerapkan ESOP agar mempertimbangkan maupun mengkaji ulang terkait dengan penambahan jumlah saham yang dibagikan kepada karyawan agar karyawan dapat mempunyai rasa memiliki terhadap perusahaan yang lebih besar. Saran selanjutnya bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk peneliti selanjutnya yang menggunakan topik yang sama untuk memperpanjang periode penelitian. Agar penelitian yang dilakukan selanjutnya mampu mencerminkan pengaruh ESOP untuk jangka panjang dan diharapkan juga agar peneliti selanjutnya menggunakan data yang bersumber dari laporan keuangan lengkap sampel yang digunakan juga lebih banyak dapat lebih digeneralisasikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bapepam. 2002. *Studi tentang Penerapan ESOP Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia*. Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Christian Herdinata, 2012. "Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Employee Stock Ownership Program". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.16, No. 1: 77-85.
- Dewi Utari, Ari Purwanti, Darsono Prawironegoro.2014. *Manajemen Keuangan: Kajian Praktek dan Teori dalam Mengelola Keuangan Organisasi Perusahaan edisi revisi*. Jakarta: Penerbit Mitra Wacana Media.
- Departemen Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal. Tim Studi Penerapan ESOP Emiten Atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia, 2002. *Studi Tentang Penerapan ESOP Emiten Atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia*.
- Eti Rochaety, Ratih Tresnati, Abdul Madjid Latief, 2007. *Metodologi Penelitian Bisnis: Dengan Aplikasi SPSS edisi pertama*. Jakarta: Mitra Wacana Media
- Harmono, 2015. *Manajemen Keuangan: Berbasis Balanced Scorecard, Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis*. Jakarta : Bumi Aksara.
- Ida Bagus Putra Astika, 2006. "Manfaat dan Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Pengadopsian Program Opsi Saham pada Perusahaan Publik yang Listing Di Bursa Efek Jakarta". Desertasi. Bali : Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.

- I Made Sudana, 2015. *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik edisi 2*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Iqbal, Zahid dan Hamid, Shaikh Abdul, 2000. Stock Price and Operating Performance of ESOP Firms: A Time-Series Analysis, *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol. 39, No.3: 25 – 47.
- Jensen, M.C. dan W.H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Capital Structure”. *Journal of Financial Economic*, Vol. 3, No. 4: 305-350.
- Kasmir, 2013. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Lind, Douglas A., Marchal, William G., Wathen, Samuel A. 2014. *Teknik – teknik Statistika dalam Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta. Salemba Empat.
- Mamduh M. Hanafi dan Abdul Halim, 2012. *Analisis Laporan Keuangan edisi Keempat*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Mudrajad Kuncoro, 2013. *Metode Riset Untuk Bisnis dan Ekonomi Riset edisi 4*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Ngambi, Marcel T., Oloume, Frederic. 2013. “Employee Share Ownership And Firm Performance: Evidence From a Sample of Cameroonian Firms”. *International Journal of Research In Social Sciences*. Vol. 2, No.3: 48 – 55.
- Ni Putu Eka Mardiantari dan Ida Bagus Putra Astika, 2015. “Kinerja Keuangan Perusahaan Di Sekitar Peristiwa Pengumuman Esop Dan Pengaruhnya Pada Nilai Perusahaan”. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 13, No. 2: 532-548.
- Niki Lukviarman, 2006. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Padang: Andalas University Press
- Selvy Chelarci Letlora, 2012. “Pengaruh Pengumuman Program Opsi Saham Karyawan terhadap Reaksi Pasar & Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Publik yang Terdaftar Di BEI”. *Journal of Business and Banking* Volume 2, No. 2: 227 -240.
- Singgih Santoso, 2012. *Aplikasi SPSS pada Statistik Nonparametrik*. Jakarta: PT. Elex Media Computindo.
- Suharyadi, Purwanto S.H, 2009. *Statistika: Untuk Ekonomi dan Keuangan Modern edisi 2 buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Van Horne, James C dan Wachowicz, John M, 2012. *Fundamental of Financial Management: Prinsip –*

*Prinsip Manajemen
Keuangan.* Jakarta: Salemba
Empat.

Yeo, H.H Gillian., Chen, Sheng-
Syan., Ho, Kim Wai., *et al*,
1999. "Effects of Executive
Share Option Plans on
Shareholder Wealth and Firm
Performance: The Singapore
Evidence". *The Financial
Review*, Vol. 34, No. 2: 1 –
20.

