PENGARUH KEBIJAKAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM* (ESOP) PADA KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian

Program Pendidikan Strata Satu

Jurusan Manajemen

Oleh :

SURYA RAMADHAN FIRMANSYAH

NIM : 2010210623

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS

SURABAYA

2014

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

N a m a	: Surya Ramadhan Firmansyah
Tempat, Tanggal Lahir	: Surabaya, 23 Februari 1993
N.I.M	: 2010210623
Jurusan	: Manajemen
Program Pendidikan	: Strata 1
Kosentrasi	: Keuangan
J u d u l	: Pengaruh Kebijakan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,

Tanggal: .....

(Linda Purnama Sari, SE.,M.Si.)

Ketua Jurusan S1 manajemen

Tanggal: .....

(Mellyza Silvy, SE.,M.Si)

PENGARUH KEBIJAKAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM* (ESOP) PADA KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Surya Ramadhan Firmansyah
STIE Perbanas Surabaya
Email: suryaramadhanf@gmail.com

Linda Purnama Sari
STIE Perbanas Surabaya
Email: linda@perbanas.ac.id
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

Abstract

The purpose of this study is finding the empirical evidence of different the company financial performance between period before adoption of Employee Stock Ownership Programe (ESOP) and period after adoption of Employee Stock Ownership Programe (ESOP). Financial performance of the company in this research is grouping on two, the operational financial performance (CR, QR, ITR, FATR, TATO, DR, DER, ROA, ROE, OPM and EPS) and market financial performance (PER and PBV). The sample of this research is the company who adopt ESOP in 2004 -2008 and these research datas were analyzed using paired sample test. This study give empirical evidence that CR, QR, ITR, FATR, TATO, ROA, ROE, OPM and EPS have no difference between period before ESOP and after ESOP, and DR and DER have a difference after ESOP. The market financial performance (PER and PBV) have no difference between period before ESOP and after ESOP.

Key word : ESOP, company financial performance.

PENDAHULUAN

Employee Stock Ownership Program (ESOP) adalah program kepemilikan karyawan dalam saham perusahaan dimana karyawan tersebut bekerja. Dalam perkembangannya, terdapat beberapa pendekatan yang tersedia bagi perusahaan dalam rangka ESOP. Beberapa pendekatan tersebut yaitu :

1. Pemberian Saham (*Stock Grants*)

Pendekatan yang paling mudah dan sederhana yang dapat dilakukan oleh perusahaan adalah dengan menghibahkan saham perusahaan

kepada karyawan-karyawan yang terpilih. Seringkali, hal ini dilakukan sebagai bentuk kompensasi bonus sebagai penghargaan kepada karyawan atas kinerja yang tinggi, untuk mengenalkan pentingnya seorang karyawan kunci, atau sistem penggajian baru di suatu organisasi.

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

Dengan program ini karyawan dapat membayar sahamnya melalui pemotongan gaji. Karena karyawan diharuskan membayar "*up front*" (dimuka) atas saham yang mereka beli, suatu program pembelian saham oleh karyawan secara umum tidak menghasilkan tingkat partisipasi yang tinggi, juga tidak akan merubah ekuitas perusahaan dalam jumlah besar kepada tenaga kerjanya bila dibandingkan dengan program kepemilikan saham yang lain.

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

Dalam program opsi saham, suatu perusahaan memberikan kepada karyawan secara perorangan hak kontraktual, atau opsi untuk membeli suatu jumlah tertentu atas saham perusahaan sepanjang periode waktu tertentu, membayar dengan harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian. Periode waktu tertentu tersebut biasanya antara lima sampai sepuluh tahun dimulai pada tanggal pemberian dan harganya biasanya sama dengan harga pasar wajar saham pada saat pemberian. Konsep dibalik opsi ini adalah bahwa jika harga saham perusahaan meningkat dalam tahun-tahun setelah pemberian, karyawan mendapatkan keuntungan dengan membeli saham pada harga lebih rendah yaitu harga yang berlaku pada waktu pemberian dan kemudian menjualnya dengan harga lebih tinggi, setelah harga meningkat. Nilai suatu opsi saham bagi karyawan sifatnya terkait dengan kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

4. *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs)

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. Pendekatan ini merupakan program kepemilikan saham oleh karyawan yang diformulasikan oleh kelso.

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

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 sesungguhnya. Suatu program SARs merupakan sebuah hibah kepada seorang karyawan yang memberikannya hak pada suatu waktu tertentu di masa yang akan datang untuk menerima penghargaan berupa kas sebesar kenaikan nilai dari sejumlah tertentu bagian saham perusahaan. *Phantom Shares* merupakan bagian-bagian dari nilai yang berkaitan dengan jumlah ekuivalen saham. Sebagaimana dengan SARs, nilai dari suatu penghargaan *Phantom Stock* biasanya dibayar kepada karyawan dengan kas, meskipun penghargaan tersebut dapat juga dalam bentuk saham. (Bapepam, 2002)

Tujuan penerapan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) oleh perusahaan sangat berkaitan dengan keinginan untuk memotivasi para

pekerja guna meningkatkan produktivitasnya karena apabila pekerja merasa memiliki perusahaan maka mereka juga akan bekerja dengan kualitas tinggi dan berorientasikan pada peningkatan nilai perusahaan yang nantinya juga akan memberikan keuntungan bagi mereka.

Perkembangan dan fenomena *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) yang masih relatif baru di Indonesia masih memerlukan pembuktian atas penerapan ESOP di Indonesia terhadap kinerja keuangan. Fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa para pemegang saham dari beberapa perusahaan telah melaksanakan ESOP, antara lain: PT Astra Internasional. Tbk yang menerapkan program kepemilikan saham untuk karyawan senilai lebih dari Rp. 4 miliar dengan tujuan mengembangkan pola kompensasi kerja yang dapat lebih mempersatukan kepentingan karyawan dengan kepentingan pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Christian Herdinata (2012) mengemukakan hasil penelitian bahwa pengumuman ESOP tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar, dan juga penelitian yang dilakukan oleh Selvy Letlora (2012) dan Agatha Niken (2012) juga menunjukkan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Tetapi penelitian yang dilakukan oleh Charles Henri D'arcimoles dan Stephane Trebucq (2002) mengemukakan hasil penelitiannya bahwa ESOP berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan. Penelitian ini menyebutkan bahwa ESOP bisa meningkatkan rata-rata *profit* perusahaan mulai 3% hingga 6% per tahun.

Berdasarkan beberapa hal diatas, maka peneliti ingin mengetahui lebih jauh tentang perbandingan antara kinerja perusahaan sebelum dan sesudah menerapkan ESOP di Indonesia.

***Agency Theory* (Teori Keagenan)**

Jensen dan Meckling (1976) dan Einsenharrdt (1988) dalam Moeljadi (2006 : 2-3) mengatakan bahwa teori agensi pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham dan pada perkembangannya, teori itu digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual.

Hubungan prinsipal dan agen ini dalam perusahaan diwujudkan dalam hubungan antara manajer dan pemegang saham. Manajer dianggap sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Hal ini mampu menimbukan suatu permasalahan antara prinsipal dan agen. Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan dengan pemilik (pemegang saham). Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Hubungan agensi seperti itu rawan konflik, yaitu konflik kepentingan (agensi). Konflik tersebut terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri (Meyers, 1997) dalam Moeljadi (2006 : 3)

Kaitan *Agency Theory* terhadap ESOP yaitu didalam *agency theory* menjelaskan adanya perbedaan kepentingan yang terjadi didalam perusahaan dimana ada perbedaan

tujuan antara *shareholder* dengan para pegawai, *shareholder* menginginkan operasional perusahaan bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan sedangkan bagi pegawai, mereka hanya memikirkan bagaimana mereka mendapatkan gaji dan tambahan uang lainnya dan mengesampingkan orientasi peningkatan nilai perusahaan, hal itu dikarenakan mereka merasa tidak ikut mempunyai perusahaan. Maka dari itu timbul ESOP yaitu program kepemilikan saham saham oleh karyawan yang diberikan melalui opsi saham, hal itu bisa mengurangi tingkat perbedaan kepentingan yang telah disebutkan sebelumnya karena dengan ESOP pegawai akan merasa memiliki perusahaan sehingga mereka akan berorientasi pada nilai perusahaan dalam menjalankan operasional perusahaan.

***Employee Stock Ownership Program* (ESOP)**

Employee Stock Ownership program (ESOP) adalah rencana penangguhan keuntungan karyawan dengan mendapatkan saham perusahaan.

Program opsi saham merupakan solusi saling menguntungkan bagi masalah keagenan. Ketika harga saham naik, pemegang saham akan memperoleh keuntungan . Demikian pula karyawan, karena opsi saham mereka akan semakin bernilai.

Terdapat beberapa tujuan strategis yang mungkin dapat dicapai perusahaan melalui program kepemilikan saham menurut Bapepam (2002), yakni:

1. Perekrutan Tenaga Kerja Baru Dan Retensi (Mempertahankan) Tenaga Kerja.
2. Peningkatan Arus Kas.
3. Motivasi dan Kinerja.
4. Pengembangan Budaya Kelompok.
5. Alat Antisipasi Pengambil-alihan Perusahaan.

Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan adalah suatu evaluasi pencapaian manajemen perusahaan dalam kaitannya dengan memaksimalkan laba yang dihasilkan melalui kegiatan-kegiatan usaha yang dilakukan oleh perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan dapat diketahui melalui laporan keuangan yang disajikan oleh perusahaan, sedangkan laporan keuangan sendiri merupakan sumber informasi keuangan yang dihasilkan melalui suatu proses akuntansi untuk suatu periode atau tanggal tertentu (Lukviarman, 2006 : 13). Dalam penelitian ini peneliti mengukur kinerja keuangan perusahaan dengan memecah antara kinerja keuangan operasional dan kinerja keuangan pasar.

Kinerja Keuangan Operasional

Dalam kinerja keuangan operasional terdapat beberapa rasio yang digunakan sebagai pengukuran, berikut adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan operasional :

1. Rasio Likuiditas

   Rasio likuiditas adalah rasio yang menunjukkan hubungan antara kas dengan aset lancar perusahaan lainnya dengan kewajiban lancarnya (Brigham *et al* , 2010 : 134). Rasio likuiditas juga merupakan suatu indikator mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajiban finansialnya pada saat jatuh tempo (Moeljadi, 2006 : 67-68)

   Ada beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur

tingkat likuiditas perusahaan. Berikut ini adalah rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat likuiditas perusahaan

a. *Current Ratio* (Rasio Lancar)

Current Ratio (Rasio lancar) adalah rasio yang digunakan untuk menggambarkan kemampuan seluruh aktiva lancar dalam menjamin seluruh utang lancarnya (Moeljadi, 2006 : 68). Sedangkan menurut Brigham *et al* (2010 : 134) rasio ini adalah pembagian antara aset lancar dengan kewajiban lancar, atau dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Rasio lancar} = \frac{Aset\ lancar}{Kewajiban\ lancar} \quad \text{.....(1)}$$

b. *Quick Ratio* atau *Acid Test*

Rasio ini berfungsi sebagai pelengkap rasio lancar dalam menganalisis likuiditas. Rasio ini sama dengan rasio lancar, hanya saja rasio ini tidak meliputi persediaan yang diasumsikan bagian dari aktiva lancar yang paling tidak likuid (Van Horne *et al*, 2005 : 168). Rasio ini juga digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek tanpa mengandalkan penjualan persediaan. Rasio ini adalah pengurangan aset lancar dengan persediaan lalu dibagi dengan kewajiban lancar, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 135) :

$$\textit{Quick Ratio} = \frac{Aset\ Lancar - Persediaan}{Kewajiban\ lancar} \quad \text{.....(2)}$$

2. Rasio Aktivitas

Rasio Aktivitas digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola aktiva (Moeljadi, 2006 : 72). Rasio ini juga merupakan rasio yang digunakan untuk menunjukkan sejauh mana efisiensi perusahaan didalam menggunakan aktiva atau aset (Lukviarman, 2006 : 26).

Ada beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat aktifitas perusahaan. Berikut ini adalah rasio yang dapat digunakan untuk mengukur tingkat aktivitas perusahaan :

a. *Inventory Turnover Ratio* (Rasio Perputaran Persediaan)

Rasio ini merupakan rasio untuk mengukur efektifitas atau efisiensi pengelolaan investasi ke dalam persediaan yang dilakukan perusahaan, dan tergambar dari jangka waktu perputaran persediaan selama satu tahun (Lukviarman, 2006 : 28). Rasio ini juga menunjukkan berapa kali persediaan berputar sepanjang tahun. Rasio ini adalah pembagian antara penjualan dengan persediaan, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 136) :

$$\textit{Inventory Turnover Ratio} = \frac{penjualan}{Persediaan} \quad \text{.....(3)}$$

b. *Fixed Asset Turnover Ratio* (Rasio Perputaran Aset Tetap)

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan pabrik dan peralatannya. Rasio ini adalah hasil pembagian dari penjualan dengan aset tetap bersih, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 138) :

Fixed Asset Turnover Ratio = $\frac{Penjualan}{Aset\ tetap\ bersih}$ .....(4)

c. *Total Asset Turnover Ratio* (Rasio Perputaran Aset Tetap)

Rasio ini merupakan rasio yang digunakan untuk menilai seberapa jauh kontribusi sejumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan didalam menghasilkan penjualan. Oleh karena total aktiva merupakan gabungan dari aktiva lancar dan aktiva tetap, maka rasio perputaran total aktiva ini sangat dipengaruhi oleh tingkat perputaran setiap elemen aktiva itu sendiri (aktiva lancar dan, atau aktiva tetap) (Lukviarman, 2006 : 29). Rasio ini juga digunakan untuk mengukur perputaran seluruh aset perusahaan. Rasio ini adalah hasil pembagian dari penjualan dengan total aset, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 141) :

TATO = $\frac{Penjualan}{Total\ aset}$ .....(5)

d. Periode Pengumpulan Piutang

Rasio ini adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa cepat piutang yang dimiliki perusahaan dapat ditagih atau diubah menjadi kas. Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Lukviarman, 2006 : 27) :

Periode Pengumpulan Piutang = $\frac{piutang \times 360\ hari}{penjualan\ kredit}$ .....(6)

Dalam penelitian ini, peneliti hanya menggunakan rasio *Inventory Turnover Ratio* (ITR), *Fixed Assets Turnover Ratio* (FATR), dan *Total Assets Turnover Ratio* (TATO) karena ketiga rasio itu yang menurut peneliti berhubungan dengan pelaksanaan ESOP yang dapat memacu produktivitas dari para karyawan sehingga akan meningkatkan penggunaan persediaan, aset tetap maupun aset secara keseluruhan perusahaan. Sedangkan untuk rasio periode pengumpulan piutang, peneliti menganggap baik atau tidaknya rasio periode pengumpulan piutang perusahaan tersebut hanya kecil atau bahkan tidak ada pengaruhnya dengan tingkat produktivitas karyawan pasca diterapkannya *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) oleh perusahaan.

3. Rasio Solvabilitas (Leverage Ratio)

Rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk menilai cara perusahaan dalam membiayai sejumlah aktiva yang dimilikinya dan kemampuan perusahaan didalam membayar

beban tetap yang disebabkan oleh pemakaian sumber pembiayaan yang tidak berasal dari modal pemilik (Lukviarman, 2006 : 30). Rasio ini juga digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan didalam memenuhi seluruh kewajiban finansialnya apabila perusahaan dilikuidasi (Moeljadi, 2006 : 70)
rasio yang dapat digunakan untuk mengukur tingkat *Leverage* perusahaan yaitu :

a. *Debt Ratio* (Rasio Hutang)
Rasio ini digunakan untuk mengukur berapa besar aktiva yang dibiayai dengan utang (Moeljadi, 2006 : 70). Rasio ini juga digunakan untuk mengukur presentase dana yang diberikan oleh kreditor (Brigham *et al*, 2010 : 143), semakin rendah rasio ini, maka semakin tinggi tingkat pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham, dan semakin besar perlindungan bagi kreditor jika terjadi penyusutan nilai aktiva atau kerugian besar (Van Horne *et al*, 2005 : 170). Rasio ini adalah hasil pembagian total hutang dengan total aset, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010) :

$$\textit{Debt Ratio} = \frac{total\ hutang}{total\ aset} \quad \text{.....(7)}$$

b. *Time Interest Earned* (TIE)
Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi pembayaran bunga tahunan (Moeljadi, 2006 : 71). Menurut Brigham *et al* (2010 : 144) rasio ini dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{TIE} = \frac{EBIT}{beban\ bunga} \quad \text{.....(8)}$$

c. *Total Debt Coverage*
Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih operasi dengan pembayaran pokok pinjaman dan beban bunga. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Moeljadi, 2006 : 71) :

$$\textit{Total Debt Coverage} = \frac{EBIT}{interest\ payment + \frac{principe\ repayment}{(1-t)}} \quad \text{.....(9)}$$

d. *Debt to Equity Ratio* (Rasio Utang Atas Modal)
Rasio ini menggambarkan sampai sejauh mana modal pemilik dapat menutupi utang-utang kepada pihak luar. Semakin kecil rasio ini semakin baik. Untuk keamanan pihak luar rasio terbaik jika jumlah modal lebih besar dari utang atau minimal sama. Rasio ini adalah hasil pembagian dari total utang dengan modal atau ekuitas, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Harahap, 2007 : 303) :

$$\text{Rasio Utang atas Modal (DER)} = \frac{total\ utang}{modal\ (equity)} \quad \text{.....(10)}$$

Dalam penelitian ini, peneliti hanya menggunakan *Debt Ratio* dan *Debt to Equity* sebagai pengukuran rasio solvabilitas atau leverage karena rasio ini berkaitan dengan dampak

peningkatan produktivitas karyawan pasca ESOP karena dengan produktifitas karyawan meningkat maka itu juga bisa mengindikasikan peningkatan penjualan perusahaan, dan apabila penjualan meningkat maka investor atau kreditor pun akan semakin mempercayai untuk menanamkan modalnya di Perusahaan dan apabila produktivitas perusahaan meningkat itu juga mengindikasikan kenaikan laba perusahaan yang juga memungkinkan untuk meningkatnya juga laba ditahan yang akan menjadi tambahan modal pemilik guna menjamin hutang perusahaan. Sedangkan untuk pembayaran bunga, peneliti menganggap itu merupakan kebijakan manajemen perusahaan, meskipun produktivitas karayawan meningkat tetapi bila ada kebijakan tertentu dari manajemen, maka pembayaran bunga pun hanya sedikit terpengaruh oleh tingkat produktivitas karyawan pasca diterapkannya *Employee Stock Ownership Program* (ESOP).

4. Rasio Profitabilitas

Rasio Profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen aset, dan utang pada hasil operasi (Brigham *et al*, 2010 : 146). Rasio Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan didalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri (Lukviarman, 2006 : 33)

Ada beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat Profitabilitas perusahaan. Berikut ini adalah rasio yang dapat digunakan untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan :

a. *Return on Total Asset /* ROA (Pengembalian Atas Total Asset)

Rasio ini digunakan untuk mengukur pengembalian atas total asset setelah bunga dan pajak. Rasio ini adalah hasil pembagian dari laba bersih dengan total aset, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 148) :

$$\text{ROA} = \frac{laba\ bersih}{total\ aset} \quad \text{.....(11)}$$

b. *Return on Common Equity /* ROE (Pengembalian Atas Ekuitas Biasa)

Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas biasa. Rasio ini adalah hasil pembagian dari laba bersih dengan ekuitas biasa, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 149) :

$$\text{ROE} = \frac{laba\ bersih}{ekuitas\ biasa} \quad \text{.....(12)}$$

c. *Operating Profit Margin /* OPM

Rasio ini digunakan untuk mengukur bagaimana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari kegiatan operasionalnya. Rasio ini adalah pembagian laba sebelum bunga dan pajak dengan penjualan,

atau menurut Moeljadi (2006 : 73) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$OPM = \frac{laba\ sebelum\ bunga\ dan\ pajak}{penjualan} \times 100\% \quad \text{.....(13)}$$

d. *Earnings per Share* / EPS (Laba per Lembar Saham)

Rasio ini menggambarkan tingkat keuntungan yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa. Rasio ini adalah hasil pembagian laba yang tersedia untuk para pemegang saham dengan jumlah saham yang beredar, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Moeljadi, 2006 : 74) :

$$EPS = \frac{laba\ yang\ tersedia\ untuk\ pemegang\ saham}{jumlah\ saham\ beredar} \quad \text{.....(14)}$$

e. *Net Profit Margin* (NPM)

Rasio ini dapat dihitung dengan membagi laba bersih sesudah pajak dengan penjualan. Rasio ini digunakan untuk mengukur laba bersih sesudah pajak per rupiah penjualan. Rasio ini bisa dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Moeljadi, 2006 : 73) :

$$NPM = \frac{Earnings\ After\ Tax}{penjualan} \times 100\% \quad \text{.....(15)}$$

f. *Gross Profit Margin* (GPM)

Rasio ini dapat dihitung dengan membagi laba kotor dengan penjualan. Rasio ini digunakan untuk mengukur laba kotor per rupiah penjualan. Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut (Moeljadi, 2006 : 73) :

$$GPM = \frac{laba\ kotor}{penjualan} \times 100\% \quad \text{.....(16)}$$

g. *Dividend per Share* (DPS)

Rasio ini menggambarkan besarnya pendapatan per lembar saham (EPS) yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham biasa. Rasio ini dapat dihitung dengan membagi jumlah dividen yang dibayarkan dengan jumlah saham beredar, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Moeljadi, 2006 : 74) :

$$DPS = \frac{jumlah\ dividen\ yang\ dibayarkan}{jumlah\ saham\ biasa\ yang\ beredar} \quad \text{.....(17)}$$

Dalam penelitian ini, untuk rasio profitabilitas, peneliti menggunakan semua rasio yang telah disebutkan kecuali rasio *Gross Profit Margin* (GPM) dan *Net Profit Margin* (NPM) karena menurut peneliti kedua rasio ini tidak sepenuhnya berkaitan dengan tingkat produktivitas karyawan khususnya peningkatan produktivitas pasca perusahaan menerapkan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP), karena di dalam GPM ada unsur harga pokok penjualan (HPP) yang merupakan faktor diluar kendali karyawan. Sedangkan di dalam NPM ada unsur pendapatan dan biaya lain-lain yang juga merupakan faktor diluar kendali karyawan. Selain itu, peneliti juga tidak menyertakan

Dividend per Share (DPS) ke dalam penelitian dikarenakan hal itu juga berada di luar kendali karyawan.

Kinerja Keuangan Pasar

Dalam kinerja keuangan pasar terdapat beberapa rasio yang digunakan sebagai pengukuran. Berikut adalah rasio yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan pasar :

a. *Price earnings ratio* / P/E (Rasio Harga/Laba)

Rasio ini menunjukkan jumlah yang rela dibayarkan oleh investor untuk setiap laba yang dilaporkan. Rasio ini adalah hasil pembagian dari harga per saham dengan laba per saham, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 150) :

$$\text{P/E } Ratio = \frac{harga\ per\ saham}{laba\ per\ saham} \quad \text{.....(18)}$$

b. *Price to Book Value* / P/BV ratio (Rasio Nilai Pasar/Nilai Buku)

Rasio ini memberikan indikasi pandangan investor atas perusahaan. Rasio ini adalah hasil pembagian dari harga pasar per saham dengan nilai buku per saham. Nilai buku per saham adalah hasil pembagian dari ekuitas biasa dengan jumlah saham beredar, atau dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham *et al*, 2010 : 151-152) :

$$\text{Nilai Buku Per Saham} = \frac{ekuitas\ biasa}{jumlah\ saham\ beredar}$$

Selanjutnya untuk mengetahui P/BV rasio maka dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{P/BV rasio} = \frac{harga\ pasar\ per\ saham}{nilai\ buku\ per\ saham} \quad \text{.....(19)}$$

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan Operasional Perusahaan Perusahaan

Menurut Steven F. Freeman (2007), yang melakukan penelitian selama 30 tahun terhadap pengaruh ESOP menyimpulkan bahwa ESOP memiliki dampak positif terhadap meningkatnya kinerja keuangan perusahaan karena melekatkan insentif uang pada pertambahan produktivitas merupakan perangsang yang cukup ampuh guna menaikkan motivasi tenaga kerja untuk lebih produktif. Pemberian ESOP merupakan suatu penghargaan atas suatu bentuk kompensasi yang diharapkan dapat mewujudkan tujuan bersama baik bagi karyawan maupun bagi perusahaan. ESOP diberikan kepada karyawan yang berprestasi. Hal ini tentu saja diharapkan dapat memicu karyawan agar dapat meningkatkan kinerjanya Perusahaan berharap dengan adanya program kepemilikan saham oleh karyawan ini para karyawan akan termotivasi untuk meningkatkan kualitas kinerjanya karena dengan adanya program ESOP, diharapkan para karyawan akan merasa memiliki perusahaan sehingga tingkat produktivitas tenaga kerja pada perusahaan akan meningkat sesuai dengan target yang ingin dicapai oleh perusahaan. Dalam penelitian ini dampak dari penerapan program ESOP dilihat dari kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan uraian

diatas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut :

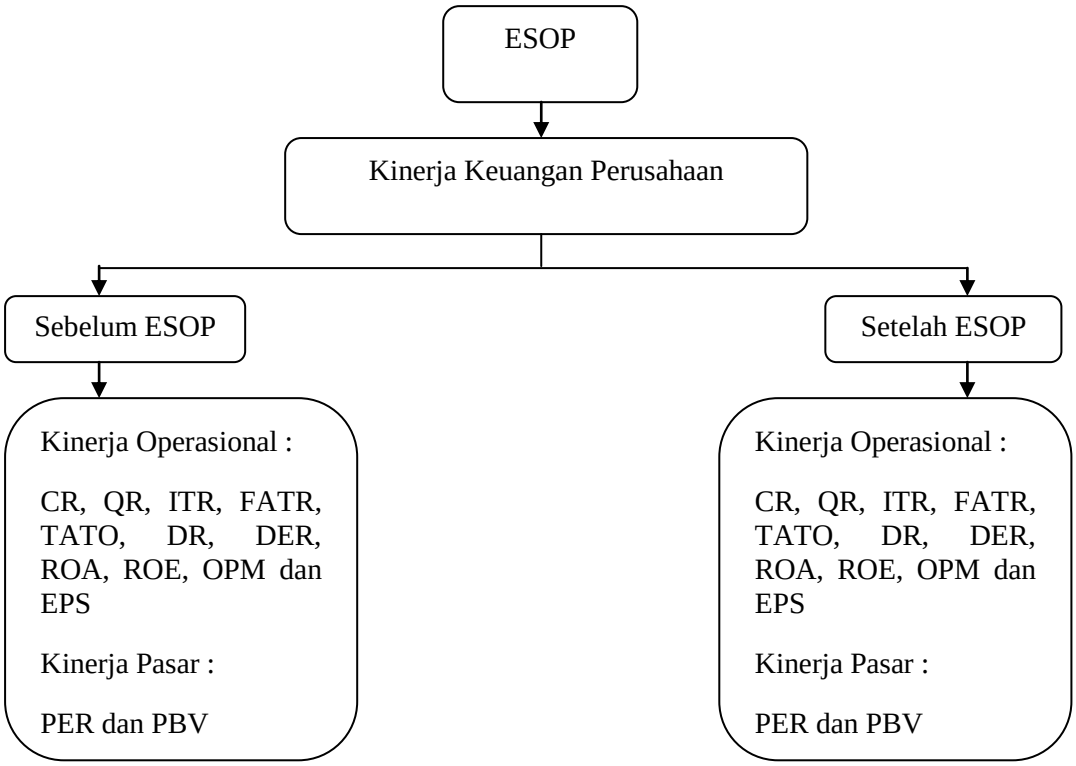
H1= Kinerja keuangan operasional perusahaan setelah melakukan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) lebih baik daripada sebelum melakukan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP).

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan Pasar Perusahaan Perusahaan

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Christian Herdinata (2012) menyebutkan bahwa dengan diterapkannya ESOP oleh perusahaan maka itu akan direaksi positif oleh pasar. Hal itu juga didukung oleh study yang dilakukan Bapepam yang mengatakan bahwa ESOP akan bermanfaat bagi perusahaan yang salah satunya dari segi pasar perusahaan. Hal itu dikarenakan perusahaan yang menerapkan ESOP dianggap mempunyai prospek lebih baik daripada perusahaan yang tidak menerapkan. Berdasarkan uraian diatas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut :

H2= Kinerja keuangan pasar perusahaan (PER dan PBV) setelah melakukan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) lebih baik daripada sebelum melakukan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP)

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Periode penelitian yang digunakan adalah dari tahun 2000 – 2012.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *Judgement Sampling*. *Judgement Sampling* adalah salah satu jenis *Purposive Sampling*, selain quota sampling dimana peneliti memilih sampel berdasarkan penilaian terhadap karateristik anggota sampel yang disesuaikan dengan maksud penelitian. Karateristik pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Terdaftar di BEI periode 1 Januari 2000 sampai dengan 31 Desember 2012
2. Mengumumkan ESOP periode 1 januari 2004 sampai dengan 31 desember 2008.
3. Memiliki kelengkapan data laporan keuangan.
4. Perusahaan tidak melakukan *Corporate Action* (misalnya : *stock split, stock dividend, stock repurchase,* merger / akuisisi) selama periode penelitian.

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dengan metode dokumentasi, yaitu teknik pengumpulan data yang dilakukan dengan mempelajari catatan-catatan yang ada pada perusahaan dan bersumber dari data sekunder yang berupa laporan keuangan lengkap yang diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia.

Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini penulis merasa perlu menjelaskan definisi secara operasional dari masing-masing variabel,baik variabel bebasnya maupun variabel tergantungnya yang tujuannya untuk menghindari salah pengertian terhadap masing-masing variabel yang digunakan :

1. CR (*Current Ratio*) :

   Rasio ini adalah rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva lancar perusahaan dapat menjamin kewajiban lancarnya. Rasio ini adalah hasil pembagian dari aktiva lancar dengan kewajiban lancar, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus satu (1).
2. QR (*Quick Ratio*) :

   Rasio ini adalah rasio yang mempunyai pengertian dan tujuan yang hampir sama dengan *current ratio*, yaitu untuk mengukur sejauh mana aktiva lancar perusahaan dapat menjamin kewajian lancarnya, hanya saja pada *Quick Ratio* ini mengeluarkan pos persediaan dari perhitungan aktiva lancar dikarenakan pos ini adalah pos yang paling tidak likuid. Rasio ini adalah hasil pembagian dari aktiva lancar setelah dikurangi persediaan dengan kewajiban lancar, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus dua (2)
3. ITR (*Inventory Turnover Ratio*) :

   Rasio ini adalah rasio yang digunakan untuk mengukur berapa kali persediaan perusahaan berputar selama satu tahun yang juga menggambarkan apakah

perusahaan produktif dalam kegiatan produksi atau tidak dan juga apakah produk perusahaan laku di pasar atau tidak. Rasio ini adalah hasil pembagian dari penjualan dengan persediaan, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus tiga (3)

4. FATR (*Fixed Asset Turnover Ratio*) :

   Rasio ini menggambarkan sejauh mana tingkat efektifitas perusahaan dalam menggunakan pabrik, peralatan dan aset tetap lainnya dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Rasio ini adalah hasil pembagian dari penjualan dengan aset tetap bersih, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus empat (4).

5. TATO (*Total Asset Turnover Ratio*)

   Rasio ini adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan semua aktiva yang dimilikinya dalam kegiatan operasional perusahaan baik aktiva lancar ataupun aktiva tetap. Rasio ini adalah hasil pembagian dari penjualan dengan total aset, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus lima (5).

6. DR (*Debt Ratio*)

   Rasio ini adalah rasio yang digunakan untuk menggambarkan berapa besar aktiva perusahaan yang dibiayai dengan utang. Rasio ini adalah hasil pembagian total hutang dengan total aset, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus tujuh (7).

7. DER (*Debt to Equity*)

   Rasio ini digunakan untuk menggambarkan sampai sejauh mana modal pemilik dapat menutupi utang-utang kepada pihak luar. Rasio ini adalah hasil pembagian total utang dengan modal atau equity, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus sepuluh (10).

8. ROA (*Return on Asset*)

   Rasio ini adalah adalah rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aset perusahaan dapat menghasilkan laba untuk perusahaan. Rasio ini adalah hasil pembagian laba bersih dengan total aset, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus sebelas (11).

9. ROE (*Return on Equity*)

   Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas biasa yang dikeluarkan oleh perusahaan. Rasio ini adalah hasil pembagian laba bersih dengan ekuitas biasa, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus (12).

10. OPM (*Operating Profit Margin*)

    Rasio ini adalah rasio yang digunakan untuk menggambarkan sejauh mana kegiatan operasi perusahaan dapat menghasilkan laba bagi perusahaan. Rasio ini adalah hasil pembagian laba sebelum bunga dan pajak dengan penjualan yang setelah itu dikalikan 100%, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus (13).

11. EPS (*Earnings per Share*)

    EPS merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar keuntungan (return) yang diperoleh investor atau pemegang saham per lembar.

EPS dapat dihitung dengan menggunakan Rumus (14)

12. PER (*Price Earnings Ratio*)

    Rasio ini menunjukkan jumlah yang rela dibayarkan oleh investor untuk setiap laba yang dilaporkan. Rasio ini adalah hasil pembagian dari harga per saham dengan laba per saham, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus (18).

13. PBV (*Price to Book Value*)

    Rasio ini memberikan indikasi pandangan investor atas perusahaan. Rasio ini adalah hasil pembagian dari harga pasar per saham dengan nilai buku per saham. Nilai buku per saham adalah hasil pembagian dari ekuitas biasa dengan jumlah saham beredar, atau dapat dirumuskan seperti pada rumus (19).

Pada penelitian ini peneliti menggunakan periode penelitian tahun 2000-2012 dengan menggunakan sampel perusahaan yang menerapkan ESOP mulai 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2008 serta dianalisis menggunakan periode empat tahun sebelum menerapkan ESOP dan empat tahun setelah menerapkan ESOP.

Alat Analisis

Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan operasional perusahaan (CR, QR, ITR, FATR, TATO, DR, ROA, ROE, OPM, EPS) dan kinerja keuangan pasar perusahaan (PER dan PBV) antara sebelum dan sesudah perusahaan menerapkan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP), maka alat uji yang digunakan adalah ujisampel berpasangan (*Paired Sample T-test*)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

1. Analisis deskriptif *Current Ratio* (CR)

   Perhitungan *Current Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca perusahaan

   Tabel 1
   Kinerja *Current Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	CR
t-1	2,51
t-2	2,34
t-3	2,46
t-4	2,07
T	2,81
t+1	3,51
t+2	4,02
t+3	5,16
t+4	2,35

Sumber : ICMD, diolah.

Dari table 1 diatas terlihat bahwa kinerja *Current Ratio* perusahaan berjalan stabil sebelum ESOP dan terus meningkat tajam 3 tahun setelah ESOP, hal ini menunjukkan terus membaiknya kemampuan perusahaan dalam menjamin hutang lancarnya dengan aktiva lancarnya meskipun pada tahun ke-4 setelah ESOP kinerja *Current Ratio* perusahaan tajam, hal ini menunjukkan mulai melemahnya kemampuan perusahaan dalam menjamin

hutang lancarnya dengan aktiva lancarnya menurun.

2. Analisis deskriptif *Quick Ratio* (QR)

   Perhitungan *Quick Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca perusahaan

   Tabel 2

   Kinerja *Quick Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	QR
t-1	2,10
t-2	1,99
t-3	1,98
t-4	1,59
T	2,81
t+1	3,08
t+2	3,69
t+3	4,87
t+4	1,96

   Sumber : ICMD, diolah.

   Dari tabel 2 dapat dilihat bahwa kinerja *Quick Ratio* perusahaan terus mengalami penurunan sebelum satu tahun sebelum perusahaan melaksanakan ESOP dan terus meningkat tajam mulai dari perusahaan menerapkan ESOP hingga tiga tahun setelahnya, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan mampu menjamin hutang lancarnya dengan aktiva lancar yang dikurangi persediaan dengan lebih baik tetapi mengalami penurunan yang cukup tajam pada t+4.

3. Analisis deskriptif *Inventory Turnover Ratio* (ITR)

   Perhitungan *Inventory Turnover Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca perusahaan.

   Tabel 3

   Kinerja *Inventory Turnover Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	ITR
t-1	430,74
t-2	389,55
t-3	178,76
t-4	137,15
T	196,54
t+1	210,35
t+2	213,63
t+3	244,07
t+4	157,16

   Sumber : ICMD, diolah.

   Dari tabel 3 dapat dilihat *Inventory Turnover* perusahaan terus mengalami penurunan yang cukup signifikan mulai dari t-4 hingga satu tahun sebelum perusahaan menerapkan ESOP, tetapi pada tahun perusahaan ESOP hingga tiga tahun setelahnya perusahaan mengalami peningkatan *Inventory Turnover Ratio* meskipun tidak setinggi penurunannya, hal ini mengindikasikan bahwa persediaan perusahaan berputar lebih cepat setelah ESOP dan ini juga mengindikasikan ada perbaikan terhadap penjualan produk perusahaan setelah ESOP meskipun pada t+4 atau empat tahun setelah ESOP kembali mengalami penurunan.

4. Analisis deskriptif *Fixed Asset Turnover Ratio* (FATR)

Perhitungan *Fixed Asset Turnover Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca perusahaan

Tabel 4

Kinerja *Fixed Asset Turnover Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	FATR
t-1	2,67
t-2	2,76
t-3	3,51
t-4	2,54
T	2,88
t+1	3,13
t+2	3,34
t+3	3,81
t+4	4,26

Sumber : ICMD, diolah.

Dari tabel 4 dapat dilihat bahwa rasio FATR perusahaan mengalami fluktuasi sebelum menerapkan ESOP, meskipun meningkat dari t-4 sampai t-2 tetapi menurun pada setahun sebelum ESOP dan pada tahun ESOP mengalami peningkatan hingga empat tahun setelah ESOP dan masih memiliki *trend* meningkat pada tahun berikutnya. Hal ini mengindikasikan bahwa terjadi peningkatan efisiensi dan efektifitas penggunaan aset tetap oleh perusahaan.

5. Analisis deskriptif *Total Asset Turnover Ratio* (TATO)

   Perhitungan *Total Asset Turnover Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca perusahaan.

   Tabel 5

   Kinerja *Total Asset Turnover Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	TATO
t-1	0,68
t-2	0,75
t-3	0,65
t-4	0,64
T	0,83
t+1	0,79
t+2	0,88
t+3	0,94
t+4	1,02

   Sumber : ICMD, diolah.

   Dari tabel 5 dapat dilihat bahwa TATO perusahaan mulai dari t-4 hingga setahun setelah ESOP mengalami fluktuasi naik dan turun tiap tahun tetapi pada tahun kedua setelah ESOP sampai pada empat tahun setelah ESOP, TATO perusahaan mengalami peningkatan dan mempunyai *trend* meningkat pada tahun berikutnya. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan semakin bagus dalam mengelola aset yang dimilikinya setelah melakukan ESOP.

6. Analisis deskriptif *Debt Ratio* (DR)

   Perhitungan *Debt Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca perusahaan.

   Tabel 6

   Kinerja *Debt Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	DR

t-1	0,59
t-2	0,56
t-3	0,54
t-4	0,51
T	0,48
t+1	0,44
t+2	0,43
t+3	0,42
t+4	0,41

Sumber : ICMD, diolah.

Dari tabel 6 dapat dilihat bahwa *Debt Ratio* perusahaan terus menurun mulai dari t-4 hingga t+4 ESOP. Hal ini menunjukkan total hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva semakin menurun.

7. Analisis deskriptif *Debt to Equity Ratio* (DER)

   Perhitungan *Debt to Equity Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca perusahaan..

   Tabel 7

   Kinerja *Debt to Equity Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	DER
t-1	3,73
t-2	2,72
t-3	1,83
t-4	1,59
T	1,38
t+1	1,12
t+2	0,99
t+3	0,94
t+4	0,90

Sumber : ICMD, diolah.

Dari tabel 7 dapat dilihat bahwa *Debt to Equity* perusahaan terus mengalami penurunan yang signifikan sebelum ESOP, namun setelah ESOP hingga empat tahun setelahnya rasio DER perusahaan juga mengalami penurunan namun tidak banyak,

8. Analisis deskriptif *Return on Asset* (ROA)

   Perhitungan *Return on Asset* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari laporan neraca dan laba/rugi perusahaan

   Tabel 8

   Kinerja *Return on Asset* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	ROA
t-1	0,01
t-2	0,05
t-3	0,07
t-4	0,06
T	0,08
t+1	0,21
t+2	0,21
t+3	0,17
t+4	0,13

Sumber : ICMD, diolah.

Dari tabel 8 dapat dilihat bahwa ROA perusahaan mengalami peningkatan mulai dari t-4 hingga t-2, lalu mengalami penurunan pada satu tahun sebelum ESOP dan mengalami peningkatan pada tahun perusahaan ESOP. Setahun setelah ESOP , ROA perusahaan mengalami peningkatan tajam dan berjalan stabil satu tahun setelahnya lalu mengalami penurunan pada empat tahun setelah ESOP, hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam

menghasilkan laba dari asetnya mengalami peningkatan hanya satu tahun setelah ESOP lalu pada tahun berikutnya berjalan stabil hingga akhirnya mengalami penurunan.

9. Analisis deskriptif *Return on Equity* (ROE)

   Perhitungan *Return on Equity* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca dan laporan laba/rugi perusahaan.

   Tabel 9

   Kinerja *Return on Equity* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	ROE
t-1	0,03
t-2	0,13
t-3	0,19
t-4	0,14
T	0,16
t+1	0,50
t+2	0,29
t+3	0,24
t+4	0,22

   Sumber : ICMD, diolah.

   Dari tabel 9 dapat dilihat bahwa kinerja ROE perusahaan yang menerapkan ESOP hampir sama dengan kinerja ROA-nya. ROE perusahaan hanya mengalami peningkatan yang tajam hingga satu tahun setelah ESOP saja. Bahkan pada tahun berikutnya mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu meningkatkan kemampulabaan modalnya hanya satu tahun setelah ESOP.

10. Analisis deskriptif *Operating Profit Margin* (OPM)

    Perhitungan *Operating Profit Margin* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari laporan laba/rugi perusahaan.

    Tabel 10

    Kinerja *Operating Profit Margin* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	OPM
t-1	0,12
t-2	0,12
t-3	0,14
t-4	0,16
T	0,16
t+1	0,22
t+2	0,19
t+3	0,23
t+4	0,21

    Sumber : ICMD, diolah.Dari tabel 10 dapat dilihat bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasi terus meningkat sebelum ESOP hingga tahun perusahaan menerapkan ESOP, lalu OPM perusahaan mengalami fluktuasi mulai dari satu tahun setelah ESOP meskipun angkanya tetap diatas sebelum menerapkan ESOP.

11. Analisis deskriptif *Earnings per Share* (EPS)

    Perhitungan *Earnings per Share* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari neraca dan laporan laba/rugi perusahaan.

    Tabel 11

Kinerja *Earnings per Share* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	EPS
t-1	(72,43)
t-2	97,10
t-3	265,20
t-4	218,98
T	275,79
t+1	297,06
t+2	279,00
t+3	464,49
t+4	560,99

Sumber : ICMD, diolah.

Dari tabel 11 dapat dilihat bahwa laba per lembar saham perusahaan terus mengalami peningkatan sebelum ESOP hingga dua tahun sebelum ESOP lalu turun setahun sebelum ESOP dan meningkat lagi hingga satu tahun setelah ESOP, pada t+2 EPS perusahaan mengalami penurunan lagi lalu meningkat tajam setelah itu hingga t+4 dan mempunyai *trend* meningkat pada tahun berikutnya.

12. Analisis deskriptif *Price Earnings Ratio* (PER)
    Perhitungan *Price Earnings Ratio* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari laporan ICMD.
    Tabel 12
    Kinerja *Price Earnings Ratio* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	PER
t-1	18,31
t-2	20,77
t-3	22,26
t-4	22,89
T	25,75
t+1	12,63
t+2	14,95
t+3	18,36
t+4	14,47

Sumber : ICMD, diolah.

Dari tabel 12 dapat dilihat PER perusahaan yang menerapkan ESOP terus mengalami peningkatan sebelum menerapkan ESOP hingga tahun perusahaan menerapkan ESOP, tetapi justru mengalami penurunan tajam hingga satu tahun setelah ESOP, lalu setelah itu hingga t+3 mengalami peningkatan lalu turun lagi pada tahun ke-4 setelah ESOP. Hal ini mengindikasikan bahwa investor rela membayar lebih tinggi atas setiap laba yang dilaporkan sebelum perusahaan menerapkan ESOP.

13. Analisis deskriptif *Price to Book Value* (PBV)
    Perhitungan *Price to Book Value* pada dasarnya disusun angka dan hasil olahan data dari laporan ICMD,
    Tabel 13
    Kinerja *Price to Book Value* sebelum dan setelah perusahaan menerapkan ESOP

Periode	PBV
t-1	2,00
t-2	2,69
t-3	2,63
t-4	2,59
T	2,31
t+1	2,21

t+2	3,22
t+3	4,08
t+4	3,09

Sumber : ICMD, diolah.Dari tabel 13 dapat dilihat bahwa rasio PBV perusahaan mengalami peningkatan pada t-3 sebelum ESOP, namun setelah ini terus mengalami penurunan hingga satu tahun setelah melaksanakan ESOP. Pada tahun kedua dan ketiga setelah perusahaan menerapkan ESOP, rasio PBV perusahaan meningka secara signifikan, hal ini mengindikasikan pandangan investor kepada perusahaan membaik meskipun kembali turun pada t+4.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Kinerja Keuangan Operasional

Pada pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis 1, maka hasil pengujian menyimpulkan sebagai berikut :

Tabel 14

HASIL UJI STATISTIK KINERJA KEUANGAN OPERASIONAL PERUSAHAAN

variabel	T_{hitung}	T_{tabel}	Sig.(2tl)
CR	-1,663	2,0395	0,106
QR	-1,698		0,100
ITR	0,533		0,598
FATR	-2,322		0,027
TATO	-4,157		0,000
DR	4,365		0,000
DER	3,014		0,005
ROA	-3,534		0,001
ROE	-2,223		0,034
OPM	-4,101		0,000
EPS	-3,458		0,002

Sumber : Output SPSS, Diolah.

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis pertama (H1), maka penjelasan yang dapat ditarik adalah tidak semua rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan operasional mempunyai kinerja yang lebih antara setelah ESOP dengan sebelum ESOP. Pada rasio likuiditas, *Current Ratio* dan *Quick Ratio* perusahaan setelah ESOP tidak lebih baik daripada sebelum ESOP. Hal ini dibuktikan dengan perhitungan statistik dari CR (*Current Ratio*) dan QR (*Quick Ratio*) yang mempunyai nilai T_{hitung} yang lebih kecil dari T_{tabel} yang artinya tidak ada perbedaan kinerja antara sebelum ESOP dengan setelah ESOP. Hal ini dikarenakan karena didalam rasio likuiditas juga terdapat unsur kebijakan perusahaan untuk menetapkan seberapa besar aktiva lancarnya. Selain itu, rasio aktivitas (ITR, FATR dan TATO) perusahaan juga tidak mempunyai perbedaan yang signifikan antara sebelum ESOP dengan setelah ESOP, rasio ITR mempunyai T_{hitung} hanya 0,533 lebih kecil dari T_{tabel} sebesar 2,0395 yang berarti kinerja ITR setelah ESOP tidak lebih baik daripada sebelum ESOP dan mempunyai tingkat signifikansi kurang dari 0,05. Rasio FATR juga mempunyai T_{hitung} yang lebih rendah daripada 2,0395 yaitu -2,322 dan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,027, hal ini menunjukkan bahwa FATR perusahaan setelah ESOP mempunyai hubungan negatif

secara signifikan daripada sebelum ESOP. Hal ini sama dengan TATO perusahaan yang mempunyai T_{hitung} sebesar -4,157 dan mempunyai tingkat signifikansi 0,000. Hal ini dikarenakan para karyawan cenderung bereaksi negatif atas ESOP sehingga kinerjanya justru menurun dan efektifitas dan efisiensi dari penggunaan aset pun juga menurun setelah diterapkannya ESOP oleh perusahaan. Pada rasio profitabilitas yang dalam penelitian ini diukur dengan ROA, ROE, OPM dan EPS, semuanya mempunyai tingkat perbedaan yang negatif secara signifikan setelah ESOP, hal ini ditunjukkan dengan T_{hitung} ROA sebesar -3,534 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,001, ROE sebesar -2,223 dengan tingkat signifikansi 0,034, OPM sebesar – 4,101 dengan tingkat signifikansi 0,000 dan EPS sebesar -3,458 dengan signifikansi 0,002 dan T_{hitung} semua rasio lebih besar dari 2,0395 namun bertanda negatif dan mempunyai tingkat signifikansi kurang dari 0,05. Hal ini bisa dikarenakan atas reaksi negatif para karyawan setelah ESOP dan ketidaktahuan mereka atas ESOP itu sendiri, sehingga mereka merasa biasa saja atau bahkan putus asa setelah ada penerima ESOP yang bukan dirinya karena ESOP diberikan kepada karyawan berprestasi, sehingga kinerja karyawan lain pun akan menurun dan itu berdampak pada profitabilitas perusahaan. Penjelasan diatas tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Steven F. Freeman (2007), yang menyebutkan bahwa penerapan ESOP oleh perusahaan mampu meningkatkan produktifitas dan profitabilitas perusahaan, hal ini dikarenakan fenomena ESOP di Indonesia masih relatif baru dan efek dari ESOP baru terlihat dalam jangka waktu lama, dan hal ini telah dibuktikan Steven F.Freeman (2007) yang melakukan penelitian dengan periode 30 tahun. Namun dari rasio yang digunakan dalam mengukur kinerja keuangan operasional perusahaan, rasio solvabilitas/leverage (DR dan DER) mempunyai kinerja setelah ESOP lebih baik secara signifikan daripada sebelum ESOP. Hal ini dikarenakan keduanya mempunyai T_{hitung} yang lebih besar dari 2,0395 (DR = 4,365, DER = 3,014) dan mempunyai tingkat signifikansi kurang dari 0,05 (DR = 0,000, DER = 0,005), hal ini sesuai dengan harapan perusahaan yang menginginkan tingkat DR dan DER perusahaan akan menurun setelah perusahaan menerapkan ESOP. ESOP diharapkan dapat menjadi motivasi dan meningkatkan *Sense of Belonging* karyawan, namun penjelasan – penjelasan diatas disebabkan ESOP bagi karyawan sendiri dipandang sebagai isu yang kurang menunjang (Christian Herdinata, 2004). Selain itu, karna program ESOP masih relatif baru di Indonesia, hal ini juga dipandang aneh oleh karyawan, karena pengetahuan mereka atas ESOP pun juga terbatas, hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Bapepam (2002) yang memberikan kesimpulan hal – hal yang mempengaruhi peserta ESOP yakni karyawan antara lain : (1) kurangnya pengetahuan dan pemahaman tentang ESOP yang dimiliki karyawan, (2) dan kurangnya pengetahuan atas resiko dalam program ESOP. Kedua

hal ini terjadi disebabkan kurangnya sosialisasi yang diberikan perusahaan terkait dengan jenis ESOP dan latar belakang program ESOP yang diterapkan perusahaan kepada karyawan.

Kinerja Keuangan Pasar

Pada pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis 2, maka hasil pengujian menyimpulkan sebagai berikut :

Tabel 15
HASIL UJI STATISTIK KINERJA KEUANGAN PASAR PERUSAHAAN

Variabel	T_{hitung}	t_{tabel}	Sig (2tl)
PER	1,648	2,0395	0,110
PBV	-1,077		0,290

Sumber : Output SPSS, Diolah.

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis kedua (H2), maka penjelasan yang dapat ditarik adalah kinerja keuangan pasar perusahaan setelah ESOP tidak lebih baik daripada sebelum ESOP. Hal ini dikarenakan semua rasio yang digunakan untuk mengukur kineja keuangan pasar yakni PER dan PBV mempunyai T_{hitung} yang lebih kecil daripada 2,0395 (PER = 1,648, PBV = -1,077). Hal ini juga sesuai dengan hasil penelitian dari Christian Herdinata (2004) yang memberikan kesimpulan bahwa pasar bereaksi negatif atas penerapan ESOP. Selain itu, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Selvy chelarci (2012) dan Agatha niken (2012) yang menyimpulkan PER dan PBV perusahaan setelah ESOP tidak lebih baik daripada sebelum ESOP. Hal ini masih mempunyai relasi dengan pembahasan hipotesis pertama yang terkait dengan masih relatif barunya fenomena ESOP di Indonesia, hal ini juga mempengaruhi para investor yang juga masih memiliki pengetahuan yang kurang atas ESOP sehingga mereka memiliki anggapan bahwa resiko dari ESOP masih relatif besar. Selain itu mereka tidak mempunyai kepastian keuntungan dari program. Selain itu, ESOP bukanlah aspek yang *important* untuk dipertimbangkan para investor ketika akan menanamkan modal mereka karena pertimbangan terbesar investor ketika akan menanamkan modalnya yakni kinerja dari perusahaan itu sendiri terlepas apakah perusahaan itu menerapkan ESOP atau tidak.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan pada pengujian statistik yang didukung oleh uraian pembahasan mengenai kinerja keuangan operasional (CR, QR, ITR, FATR, TATO, DR, DER, ROA, ROE, OPM dan EPS) dan kinerja keuangan pasar (PER dan PBV) sebelum dan sesudah pelaksanaan ESOP, maka dapat disimpulkan bahwa :

1. Tidak semua rasio yang digunakan untuk mengukur Kinerja keuangan operasional perusahaan (CR, QR, ITR, FATR, TATO, DR, DER, ROA, ROE, OPM dan EPS) setelah perusahaan melakukan ESOP lebih baik daripada sebelum perusahaan melakukan ESOP. Hanya DR dan DER yang mempunyai

kinerja lebih baik setelah ESOP sedangkan yang lainnya tidak lebih baik daripada sebelum ESOP. Dengan demikian hipotesis pertama (H1) dalam penelitian ini ditolak.

2. Kinerja keuangan pasar perusahaan (PER dan PBV) setelah perusahaan melakukan ESOP tidak lebih baik daripada sebelum perusahaan melakukan ESOP. Dengan demikian hipotesis kedua (H2) pada penelitian ini ditolak.

Jadi dapat disimpulkan bahwa program ESOP belum mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan baik kinerja keuangan operasional maupun kinerja keuangan pasar perusahaan, namun ESOP adalah program yang sesuai untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dengan karyawan, mempertahankan karyawan kunci dan berpotensi dan sebagai bentuk kompensasi yang sesuai bagi karyawan yang disesuaikan dengan kinerjanya.

Keterbatasan Penelitian

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, yaitu :

1. Data perusahaan yang menerapkan ESOP di Indonesia masih relatif sedikit.
2. Periode penelitian yang masih terlampau pendek dan hanya melihat empat tahun setelah perusahaan ESOP, disisi lain efek dari ESOP sendiri tidak dapat dilihat dalam jangka waktu pendek.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini maka peneliti ingin memberikan beberapa saran kepada pihak – pihak yang membutuhkan informasi seputar pengumuman ESOP.

1. Bagi manajemen perusahaan
   Diharapkan hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan bagi perusahaan untuk menerapkan program *Employee Stock Ownership Programe* (ESOP), dengan catatan perusahaan harus mempertimbangkan menggunakan tenaga profesional untuk merancang program ESOP serta memberikan penyuluhan kepada karyawan mengenai ESOP dengan berbagai keuntungan dan resikonya.
2. Bagi investor
   Investor perlu melihat pada aspek lain selain dari kinerja perusahaan dalam penempatan investasinya. Selain itu, investor juga perlu mempelajari ESOP secara lebih luas dan kegunannya dalam jangka waktu yang lebih panjang.
3. Bagi peneliti selanjutnya
   Diharapkan peneliti selanjutnya yang mengambil topik sama dapat memperluas periode penelitian sehingga dapat memperbanyak sampel penelitian dan menambah jangka waktu yang dilihat pasca ESOP, sehingga akan terlihat hasil yang lebih sempurna dan hasilnya dapat digeneralisasikan. Selain itu peneliti selanjutnya juga

perlu mempertimbangkan menambah variabel yang akan dikaitkan dengan penerapan ESOP.

DAFTAR RUJUKAN

Brigham, Eugene F. Houston,Joel F. 2010. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Jakarta. Salemba Empat. Jilid 1. 134-152.

Charles, Henry D'arcimoles. Stephane Trebucq. 2002. The Effects Of ESOP On Performance And Risk : Evidance From France. Conference Of The International Association For The Economics Of Participation (IAFEP).

Chelarci Letlora,Selvy. 2012.Pengaruh Pengumuman Employee Stock Ownership Progam Terhadap Reaksi Pasar Dan Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Publik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Skripsi. Surabaya: Stie Perbanas.

Freeman, Steven F. 2007. *Effects of Adoption and Employee Ownership: Thirty years of Research and Experience. Working Paper. Scholarly Commons University of Pennsylvania.*

Ghozali, Imam. 2011. Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Harahap, Sofyan Syafri. 2007. Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan. Jakarta. PT Raja Grafindo Persada. 303.

Helfasari, Nyi Ayu. 2012. Pengaruh Kinerja Perusahaan Terhadap Keputusan Pengadopsian Employee Stock Ownership Program (Esop) Dan Manfaat Pengadopsian Employee Stock Ownership Program (Esop) Terhadap Kinerja Perusahaan. *Skripsi*. Bandar Lampung: Universitas Lampung.

Herdinata, Christian. 2012. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Employee Stock Ownership Program. Jurnal Keuangan Dan Perbankan*. Vol 16.

Lukviarman, Niki. 2006. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Padang. Andalas University Press. 13-33.

Moeljadi. 2006. Manajemen Keuangan : Pendekatan Kuantitatif Dan Kualitatif. Malang : Bayumedia Publishing. Jilid 1. 2-74.

Niken Setyaningrum, Agatha. 2012. Pengaruh Employee Stock Ownership Program (ESOP) Terhadap Kualitas Implementasi Corporate Governance & Kinerja Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). Skripsi. Malang: Universitas Brawijaya.

Pandansari, Ghea Maharani. 2010. Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Mengadakan Employee Stock Ownership Program (ESOP) Dengan Perusahaan Yang Tidak Mengadakan ESOP. *Skripsi*. Surakarta : Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret.

Rochaety Eti, Ratih Tresnati, H.Abdul Madjid L. 2007. Metodologi Penelitian Dengan Aplikasi SPSS. Jakarta : Mitra Wacana Media. 72.

Tim Studi Penerapan ESOP Emiten Atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia, 2002. Studi Tentang Penerapan ESOP (*Employee Stock Ownership Plans*) Emiten Atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia. Departemen Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal.

Van Horne, James C. Wachowiccz,JR,John M. 2005. Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan. Jilid 1. Jakarta. Salemba Empat. 168.