

**PENGARUH *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM* (ESOP) TERHADAP
KUALITAS IMPLEMENTASI *CORPORATE GOVERNANCE* & KINERJA
PERUSAHAAN
(Studi Kasus pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

Agatha Niken Setyaningrum

Universitas Brawijaya, Jl. MT. Haryono 165, Malang

Email: agathaniken91@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is finding empirical evidence of difference the quality implementation of corporate governance and company performance between period before adoption of Employee Stock Ownership Plans (ESOP) and period after adoption and between company who adopt ESOP and company didn't adopt ESOP. This study also examines about company performance. This study selects 3 companies who adopt ESOP and 3 companies who don't adopt ESOP. These research datas were analyzed using compare means analysis. This study give empirical evidence that quality implementation of corporate governance have a difference between period before adoption of ESOP and period after adoption. For KICG between between period before adoption of ESOP and period after adoption there isn't any difference. On the other side, ROE, ROA, PBV, and dividend have no difference between period before adoption of ESOP and period after adoption and between company who adopt ESOP and company didn't adopt ESOP.

Key word : ESOP, corporate governance, quality implementation, ROE, ROA, PBV, dividend.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris adanya perbedaan kualitas implementasi *corporate governance* dan kinerja perusahaan baik pada periode sebelum dan sesudah pengadopsian *Employee Stock Ownership Plans* (ESOP) dan pada perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi. Penelitian ini juga menguji pengaruh ESOP terhadap kinerja perusahaan. Sampel penelitian ini terdiri dari 3 perusahaan yang mengadopsi ESOP dan 3 perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP. Data penelitian ini dianalisis menggunakan analisis uji beda rata-rata. Hasil penelitian menemukan bukti empiris bahwa, pengadopsian ESOP memberikan perbedaan kualitas implementasi *corporate governance* pada perusahaan antara sebelum dan sesudah pengadopsian, sementara tidak terdapat perbedaan KICG antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan yang tidak mengadopsi. Untuk ROE, ROA, PBV, dan dividen tidak mengalami perbedaan baik antara periode sebelum ESOP dan sesudah ESOP maupun antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi ESOP.

Kata kunci : ESOP, *corporate governance*, kualitas implementasi, ROE, ROA, PBV, dividen.

Pendahuluan

Saham baru dapat ditawarkan dengan berbagai macam cara diantaranya yaitu dijual langsung kepada pemegang saham yang sudah ada, dijual kepada karyawan melalui ESOP, penambahan saham melalui dividen yang tidak dibagi (*dividend reinvestment plan*), dijual langsung kepada pembeli tunggal, secara privat (*private placement*), serta ditawarkan kepada publik (Jogiyanto, 2000). *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) merupakan suatu program kepemilikan saham yaitu perusahaan memberikan atau menjual sahamnya kepada karyawan dengan jumlah yang terbatas. Dipelopori oleh Amerika Serikat melalui *Employee Stock Ownership Programs* (ESOPs), *Employee Stock Purchase Programs* dan *Stock Option Programs* berkembang di negara-negara di dunia.

Employee Stock Ownership Programs adalah rencana penangguhan keuntungan karyawan dengan mendapatkan saham perusahaan (Klein, 1987). Perusahaan dengan program ESOP akan mendonasikan saham dan kas untuk membeli saham secara tahunan ke dalam akun *trust*. *Trust* adalah sebuah akun individual yang diperuntukkan kepada karyawan yang digunakan perusahaan untuk memberikan saham perusahaan (dapat berupa kas untuk membeli saham perusahaan) berdasarkan pada gaji, jam kerja, atau senioritas (McHugh, 2005). Akun ini akan bertambah nilainya seiring dengan kontribusi perusahaan dan peningkatan harga saham dari perusahaan (Iqbal, 2001).

Tujuan pengadopsian ESOP oleh perusahaan sangat berkaitan dengan motivasi dalam peningkatan komitmen dan produktivitas karyawan. Penelitian *The Work Foundation London University* (2002) menghubungkan efek dari ESOP terhadap kinerja perusahaan. ESOP memberikan suatu insentif berupa saham kepada karyawan, yang diharapkan insentif tersebut memberikan dampak positif berupa motivasi dan komitmen karyawan tersebut, yang pada akhirnya memberikan peningkatan kepada produktivitas dan profitabilitas perusahaan tersebut. Selain itu, implementasi *Employee Stock Option Programs* (ESOP) memiliki beberapa manfaat strategis. ESOP mampu mempertahankan karyawan yang memiliki kemampuan untuk mengembangkan perusahaan, meningkatkan *cash flow*, meningkatkan motivasi dan kinerja karyawan, meminimalisir konflik kepentingan antara pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*), mengantisipasi kemungkinan perpindahan kepemilikan, dan juga meningkatkan nilai perusahaan lewat pengembalian saham (Anwar & Baridwan, 2006). Selain peningkatan tersebut ESOP juga mengurangi *labour turnover* (Klein, 1987).

Berdasarkan uraian tersebut, ESOP bertujuan meningkatkan kinerja perusahaan. Hubungan ESOP dengan kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan teori keagenan. Teori keagenan menyebutkan adanya *agency cost* yang merupakan biaya yang terjadi oleh pemegang saham yang mempercayakan perusahaan kepada manajer perusahaan untuk mengatur perusahaan supaya dapat memaksimalkan pengembalian (Pugh, 2000). Salah satu alternatif untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan saham perusahaan oleh manajemen. Dengan begitu manajer akan dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil. Kepemilikan ini akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

Selain berhubungan dengan *agency cost*, Klein (1987) mengidentifikasi tiga teori yang menghubungkan kepemilikan karyawan terhadap perilaku karyawan dan kinerja perusahaan. Teori pertama yaitu model kepuasan instrinsik menunjukkan bahwa kepemilikan saham perusahaan oleh karyawan akan meningkatkan komitmen karyawan. Teori kedua yaitu kepuasan instrumental menunjukkan kepemilikan saham oleh karyawan akan mempengaruhi pembuatan keputusan yang nantinya akan berpengaruh pada perilaku karyawan itu sendiri. Teori ketiga, kepuasan ekstrinsik menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh karyawan adalah investasi keuangan oleh karyawan. Jika investasi tersebut lebih bernilai maka akan

berpengaruh positif terhadap perilaku karyawan. Untuk teori ketiga, Klein menggunakan harga saham untuk mengujinya, dengan hipotesis bahwa jika harga saham naik maka nilai investasi karyawan tersebut akan meningkat.

Dalam level teoritis, terjadi perdebatan argumentasi mengenai hubungan kepemilikan saham oleh karyawan dan kinerja perusahaan. Di satu sisi, kepemilikan dapat membuat kinerja perusahaan menurun, misal, Blasi *et.al.*, (1996) dalam Mchugh (2005) menyatakan bahwa karyawan secara individu akan melalaikan kompensasi yang dirancang ini karena pemberian kompensasi ini menggunakan sistem kelompok. Jensen & Meckling (1976) juga menambahkan bahwa kepemilikan saham oleh karyawan malah akan memutarbalikan fungsi perusahaan, dan mengurangi motivasi kerja karena penangguhan kompensasi. Namun Pugh (2000) menyebutkan bahwa aspek keuangan yang lebih baik dari karyawan/pemilik karena ESOP mungkin dapat menguatkan insentif manajer untuk membuat keputusan yang terbaik untuk kepentingan karyawan/pemilikinya. Kemungkinan pekerja juga dapat secara langsung meningkatkan profitabilitas melalui produktifitas tenaga kerja. Secara tidak langsung ESOP juga akan meningkatkan efisiensi manajemen. Hal ini didukung dengan penelitian Iqbal (2001) yang menyatakan bahwa kepemilikan karyawan mendorong peningkatan kinerja perusahaan apabila terdapat peningkatan signifikan terhadap harga sahamnya.

Hasil yang berbeda ditemukan oleh Borztant *et.al.*, (1995) yang tidak menemukan adanya peningkatan kinerja perusahaan yang mengadopsi ESOP. Penelitian tersebut memakai *Net Profit Margin* (NPM), *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE) dan *Total Asset Turnover* (TAT) sebagai ukuran kinerja perusahaan. Beberapa penelitian sebelumnya juga tidak menemukan pengaruh penerapan ESOP terhadap kinerja perusahaan yang diukur melalui variabel ROA & ROE (Anwar & Baridwan, 2006; Pandansari, 2010). Akan tetapi penelitian lain yang menggunakan variabel yang sama menemukan bahwa ESOP memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan (Elhayek & Lazarevic, 2005; Helfasari, 2012). Penerapan ESOP di Indonesia belum optimal karena tidak ada perangkat hukum yang mengatur ESOP secara khusus, baik ditinjau dari aspek pasar modal, perpajakan, maupun ketenagakerjaan. Hal ini mengakibatkan penerapan ESOP dibatasi oleh rambu-rambu hukum yang sesungguhnya tidak secara khusus didesain untuk mengatur ESOP (Bapepam, 2002).

Konsep *corporate governance* timbul karena adanya keterbatasan dari teori keagenan dalam mengatasi masalah keagenan dan dapat dipandang dari kelanjutan teori keagenan (Ariyoto, 2000 dalam Darmawati, 2006: 2). *Corporate governance* merupakan cara untuk memberikan keyakinan kepada para pemasok dana perusahaan akan diperolehnya pengembalian (*return*) atas investasi mereka. Selain itu *corporate governance* juga merupakan suatu sistem untuk mengarahkan (*direct*) dan mengendalikan (*control*) suatu perusahaan atau korporasi.

Corporate governance mulai menjadi isu yang hangat dibicarakan sejak terjadinya skandal bisnis yang mengindikasikan lemahnya *corporate governance* di perusahaan-perusahaan Inggris pada sekitar tahun 1950-an dan semakin berlanjut hingga menimbulkan resesi di tahun 1980-an (Davies, 1999 dalam Darmawati, 2006: 2). Di Indonesia, isu mengenai *corporate governance* mulai mengemuka setelah Indonesia mengalami masa krisis yang berkepanjangan sejak tahun 1998. Banyak pihak mengatakan bahwa lamanya proses perbaikan krisis ekonomi di Indonesia dikarenakan oleh lemahnya *corporate governance* yang diterapkan pada perusahaan di Indonesia. Sejak saat itu, baik pemerintah maupun investor mulai memberikan perhatian yang cukup signifikan dalam praktik *corporate governance* di Indonesia.

Bank dunia dan *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) telah memberikan kontribusi penting dalam pengembangan prinsip-prinsip *corporate governance* di berbagai negara. Di berbagai negara bahkan sudah dilakukan pemeringkatan implementasi *corporate governance* di tingkat perusahaan. Di Indonesia, pemeringkatan

penerapan *corporate governance* bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sudah dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) setiap tahun sejak tahun 2001 dengan nama *Corporate Governance Perception Index* (CGPI).

Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam peringkat sepuluh besar *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) merupakan perusahaan yang memiliki kualitas *corporate governance* terbaik di Indonesia. Keberadaan perusahaan-perusahaan tersebut menjadi daya tarik tersendiri bagi para investor dan kreditor. Hal tersebut dikarenakan kualitas implementasi *corporate governance* yang baik (selanjutnya disebut *Good Corporate Governance*) telah terbukti mampu meningkatkan kemajuan bagi perusahaan melalui kinerja yang selalu meningkat dan tingkat kesehatan perusahaan yang semakin membaik sehingga mampu menghilangkan kecurigaan dari pihak lain. Selain itu, *Good Corporate Governance* (GCG) mampu menjamin perusahaan dalam keadaan *sustainable* (terpelihara) dari iklim bisnis yang tidak sehat (Swa Sembada, 2009: 89-104).

Salah satu fungsi ESOP menurut Edward Graskamp dalam Media Akuntansi (edisi Mei 2000: 48) adalah menunjang terjadinya GCG. Hal ini karena salah satu mekanisme internal GCG adalah kepemilikan manajerial dan ESOP adalah salah satu bentuk kepemilikan manajerial. Dengan adanya kepemilikan manajerial, karyawan akan bertindak sebagai bawahan dan sekaligus pemilik perusahaan. Keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan dengan adanya dua peran karyawan ini adalah peningkatan sudut pandang karyawan. Karyawan yang juga bertindak sebagai pemilik tidak lagi hanya peduli kepada laba perusahaan tetapi juga citra perusahaan di pihak eksternal. Hal ini akan berakibat pada peningkatan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang dapat dilihat dari terpenuhinya 5 prinsip dasar *corporate governance* yaitu *fairness, transparency, accountability, responsibility, dan independency*. Selain terpenuhinya 5 prinsip dasar *corporate governance*, perusahaan juga memerlukan adanya pengakuan dari pihak independen mengenai tata kelolanya, agar pihak eksternal lebih percaya atas kondisi perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang telah merasa bahwa tata kelolanya baik secara sukarela akan mengikuti pemeringkatan GCG untuk mendapatkan predikat kepercayaan.

Dari uraian di atas bisa dilihat bahwa beberapa penelitian terdahulu masih belum mendapatkan bukti yang konsisten mengenai adanya pengaruh ESOP terhadap kinerja perusahaan. Untuk penelitian mengenai pengaruh ESOP terhadap kualitas implementasi GCG belum pernah dilakukan peneliti sebelumnya. Hal ini dikarenakan pelaksanaan GCG memang telah diwajibkan bagi perusahaan publik tetapi belum ada kewajiban pemeringkatan GCG di Indonesia bagi setiap perusahaan secara langsung. Akibatnya masih sedikit perusahaan yang secara sukarela mendaftarkan diri untuk dinilai kelayakannya melalui GCG. Dengan menerapkan dan secara rutin mendaftarkan diri untuk dinilai kualitas *corporate governance*, perusahaan telah membuktikan keyakinan perusahaan akan tata kelolanya. Secara tidak langsung, perusahaan juga menganggap bahwa kinerjanya semakin meningkat, yang diukur melalui CGPI. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian terdahulu adalah bahwa penelitian ini menguji pengaruh ESOP terhadap kualitas implementasi GCG & kinerja perusahaan, baik dari sisi kinerja keuangan dan kinerja pasar. Berdasarkan uraian latar belakang, maka rumusan masalah yang diangkat dalam penelitian ini adalah : 1) Apakah terdapat perbedaan kualitas implementasi *corporate governance* antara sebelum dan sesudah perusahaan mengadopsi ESOP?, 2) Apakah terdapat perbedaan kualitas implementasi *corporate governance* antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi ESOP?, 3) Apakah terdapat perbedaan kinerja perusahaan, baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar, antara periode sebelum dan sesudah perusahaan mengadopsi ESOP?, 4) Apakah terdapat perbedaan kinerja perusahaan, baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar, antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi ESOP?

Landasan Teori

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency Theory mendasarkan hubungan kontrak antar anggota-anggota dalam perusahaan, dengan *principal* (prinsipal) dan *agent* (agen) sebagai pelaku utama. Prinsipal merupakan pihak yang memberikan mandat kepada agen untuk bertindak atas nama prinsipal, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi amanat oleh prinsipal untuk menjalankan perusahaan. Agen berkewajiban untuk mempertanggungjawabkan apa yang telah diamanahkan oleh prinsipal kepadanya (Arifin, 2005). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih prinsipal mempekerjakan agen untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut.

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 menimbulkan suatu kontrak antara prinsipal dan agen (Ernawati, 2012). Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Laporan keuangan tersebut penting bagi para pengguna informasi eksternal terutama karena kelompok ini berada dalam kondisi yang paling besar ketidakpastiannya (Ali, 2002).

Ketidakseimbangan penguasaan informasi akan memicu munculnya suatu kondisi yang disebut sebagai asimetris informasi (*asymmetry information*). Asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) dapat memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) dalam rangka menyesatkan pemegang saham mengenai kinerja ekonomi perusahaan (Haris dalam Isnanta, 2008).

Corporate governance yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan erat dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka dan yakin bahwa manajer tidak akan mencuri atau menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana kapital yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Ujiyanto dan Pramuka, 2007:6). Dengan kata lain *corporate governance* diharapkan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*).

Employee Stock Ownership Program (ESOP)

Employee Stock Ownership Programs (ESOPs) adalah rencana penangguhan keuntungan karyawan dengan mendapatkan saham perusahaan (Klein, 1987). Secara lengkapnya menurut Bapepam (2002), 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.

Employee Stock Ownership Program (ESOP) yang saat ini populer, didefinisikan oleh Smith dan Zimmerman (1976) dalam Asyik (2006) sebagai salah satu bentuk kompensasi

yang diberikan kepada karyawan, terutama karyawan eksekutif, untuk menghargai eksekutif atas kinerja jangka panjang perusahaan. Berkembangnya *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) di Indonesia tidak luput dari sejarah awal berkembangnya *Employee Stock Ownership Programs* (ESOPs) di Amerika Serikat pada tahun 1950-an. Seorang ahli hukum yang juga *investment banker* bernama Louis Kelso mempunyai gagasan bahwa sistem kapitalis akan menjadi lebih kuat apabila karyawan diikutsertakan dalam kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian, hubungan hukum antara karyawan dengan perusahaan tidak terbatas pada hubungan perburuhan, melainkan karyawan juga sekaligus pemilik perusahaan. Sarana yang digunakan untuk memberikan kesempatan berpartisipasi dalam kepemilikan saham perusahaan adalah melalui program ESOP tersebut (Bapepam, 2002).

Di Indonesia sendiri, menurut hasil studi penerapan ESOP pada emiten atau perusahaan publik di Indonesia, perkembangan pelaksanaan kepemilikan saham oleh karyawan di Indonesia adalah :

- a) Sebelum tahun 1998, ESOP yang dilaksanakan oleh perusahaan-perusahaan Indonesia, pada awal perkembangannya berbentuk alokasi saham pada saat perusahaan *go public*, sehingga dapat disimpulkan lebih merupakan sebuah “*stock allocation scheme*”, yaitu pada penawaran tersebut karyawan memperoleh subsidi ataupun pinjaman yang dijamin oleh perusahaan.
- b) Tahun 1998 sampai dengan sekarang, terdapat perkembangan lebih lanjut mengenai kepemilikan saham oleh karyawan selain penjatahan tetap hasil penawaran umum 10%, kemudian lebih menyerupai suatu program opsi, yaitu sebelum melakukan penawaran umum (*go public*) karyawan diberi penawaran yang dapat dilaksanakan pembelian sahamnya dengan harga tertentu di masa yang akan datang yang telah ditentukan periode dan harganya.

Terdapat tiga keuntungan yang dapat diperoleh dari penggunaan ESOP (Oyer, 2005), yakni :

1. Dana opsi dapat memberikan insentif kepada karyawan, dihubungkan dengan kemakmuran karyawan kepada nilai perusahaan maka akan dapat mengatasi masalah agensi dan memotivasi karyawan untuk melakukan aksi yang dapat meningkatkan keuntungan perusahaan.
2. Perusahaan dapat mengurangi biaya kompensasi yang dibayar secara kontan dengan memberikan opsi.
3. Pemberian opsi ini akan dapat membantu menahan karyawan untuk tetap bekerja di perusahaan tersebut.

Corporate Governance

Pengertian *corporate governance* dapat dimasukkan dalam dua kategori (Surya dan Yustiavandana, 2006 dalam Mintara, 2008: 12). Kategori pertama, lebih condong pada serangkaian pola perilaku perusahaan yang diukur melalui kinerja, pertumbuhan, struktur pembiayaan, perlakuan terhadap para pemegang saham, dan *stakeholders*. Kategori kedua lebih cenderung pada kerangka secara normatif, yaitu segala ketentuan hukum baik yang berasal dari sistem hukum, sistem peradilan, pasar keuangan, dan sebagainya yang mempengaruhi perilaku perusahaan. *Corporate governance* merupakan kumpulan hukum, peraturan dan kaidah yang wajib dipenuhi, yang dapat mendorong kinerja perusahaan agar bekerja secara efisien, dan mampu menghasilkan nilai ekonomi jangka panjang yang berkesinambungan bagi para pemegang saham maupun masyarakat sekitar secara keseluruhan.

Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG), *Good Corporate Governance* (GCG) adalah salah satu pilar dari sistem ekonomi pasar. *Corporate governance* berkaitan erat dengan kepercayaan baik terhadap perusahaan yang melaksanakannya maupun terhadap iklim usaha di suatu negara. Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG)

mendorong terciptanya persaingan yang sehat dan iklim usaha yang kondusif (KNKG dalam Wardani, 2008). Oleh karena itu, diterapkannya *Good Corporate Governance* (GCG) bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia sangat penting untuk menunjang pertumbuhan dan stabilitas ekonomi yang berkesinambungan.

Corporate governance pada dasarnya merupakan hubungan partisipan dalam menentukan arah dan kinerja. Menurut *The Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG), GCG didefinisikan sebagai struktur, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ-organ perusahaan sebagai upaya untuk memberi nilai tambah perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya berdasarkan peraturan perundangan dan norma yang berlaku (IICG, 2009: 3). *Corporate governance* juga mensyaratkan adanya struktur perangkat untuk mencapai tujuan dan pengawasan atas kinerja.

Prinsip-prinsip *Corporate Governance*

Prinsip-prinsip utama dari *Good Corporate Governance* (GCG) yang menjadi indikator, sebagaimana yang telah dirancang oleh *The Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG, 2009: 12-13) dan *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD, 2004: 49-58) yaitu:

a. *Fairness* (Keadilan)

Keadilan merupakan prinsip perlakuan yang adil bagi seluruh pemegang saham. Keadilan yang diartikan sebagai perlakuan yang sama terhadap para pemegang saham, terutama kepada pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing dari kecurangan, dan kesalahan perilaku *insider*. Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

b. *Disclosure/Transparency* (Keterbukaan/Tranparansi)

Transparansi adalah pengungkapan yang akurat dan tepat pada waktunya serta transparansi atas hal penting bagi kinerja perusahaan, kepemilikan, serta pemegang kepentingan. Untuk menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditor, dan pemangku kepentingan lainnya.

c. *Accountability* (Akuntabilitas)

Akuntabilitas menekankan pada pentingnya penciptaan sistem pengawasan yang efektif berdasarkan pembagian kekuasaan antara komisaris, direksi, dan pemegang saham yang meliputi monitoring, evaluasi serta pengendalian terhadap manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan pihak-pihak berkepentingan lainnya. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

d. *Responsibility* (Responsibilitas)

Responsibilitas adalah tanggung jawab pengurus dalam manajemen, pengawasan manajemen serta pertanggungjawaban kepada perusahaan dan para pemegang saham. Prinsip ini diwujudkan dengan kesadaran bahwa tanggung jawab merupakan konsekuensi logis dari adanya wewenang, menyadari akan adanya tanggung jawab sosial, menghindari penyalahgunaan wewenang kekuasaan, menjadi profesional, dan menjunjung etika serta memelihara bisnis yang sehat.

e. *Independency* (Independen)

Adanya masing-masing organ perusahaan yang tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain merupakan salah satu bentuk independensi dalam suatu perusahaan. Independen diperlukan untuk menghindari adanya potensi konflik kepentingan yang mungkin timbul oleh para pemegang saham mayoritas. Mekanisme ini menuntut adanya rentang kekuasaan antara komposisi komisaris, komite dalam komisaris, dan pihak luar seperti auditor. Keputusan yang dibuat dan proses yang terjadi harus objektif dan tidak dipengaruhi oleh kekuatan pihak-pihak tertentu.

Pedoman *Good Corporate Governance* (GCG) yang telah dibuat oleh Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) hendaknya dijadikan kode etik perusahaan yang dapat memberikan acuan pada pelaku usaha untuk melaksanakan *Good Corporate Governance* (GCG) secara konsisten dan konsekuen. Hal ini penting, mengingat kecenderungan aktivitas usaha yang semakin mengglobal, maka prinsip-prinsip *corporate governance* (keadilan, transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, dan independen) dapat dijadikan sebagai ukuran perusahaan untuk menghasilkan suatu kinerja perusahaan yang lebih baik.

Penerapan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) dalam suatu perusahaan merupakan salah satu bahan pertimbangan utama bagi kreditor dalam mengevaluasi potensi suatu perusahaan untuk menerima pinjaman kredit. Bagi perusahaan yang berdomisili di negara-negara berkembang, implementasi aspek *corporate governance* secara konkret dapat memberikan kontribusi untuk memulihkan kepercayaan para kreditor terhadap kinerja suatu perusahaan yang telah dilanda krisis, misalnya di Indonesia. Di dunia Internasional, penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) sudah merupakan suatu syarat utama dalam perjanjian pemberian kredit. Seringkali perusahaan yang telah mengimplementasikan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) mempunyai kemungkinan besar untuk memperoleh bantuan kredit bagi usahanya.

Kualitas Implementasi *Corporate Governance*

Kualitas implementasi *corporate governance* merupakan sebuah penilaian tentang tata kelola perusahaan, yaitu bagaimana *Good Corporate Governance* (GCG) diimplementasikan oleh suatu perusahaan, yang selanjutnya memunculkan predikat “sangat terpercaya”, “terpercaya”, dan “cukup terpercaya”. Penilaian *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) meliputi empat bobot nilai yang berbeda, diantaranya adalah *self assessment* (15%), kelengkapan dokumen (25%), makalah (12%), dan observasi (48%). Nilai CGPI dihitung dengan menjumlahkan nilai akhir dari pemenuhan regulasi, kebijakan, pedoman, dan praktik terbaik dalam penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) di Indonesia dan negara lain. Secara keseluruhan dipersyaratkan sekurang-kurangnya 40 dokumen untuk Perusahaan Publik dan 36 dokumen untuk BUMN (IICG, 2006: 7 dan 37). Sedangkan makalah dinilai berdasarkan perancangan makalah yang merefleksikan program dan hasil penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai sebuah kesatuan sistem di perusahaan peserta CGPI. Tema dan kaidah-kaidah dalam pembuatan makalah ditentukan oleh IICG. Penyusunan makalah dimaksudkan untuk membantu pihak perusahaan memaparkan upayanya dalam menerapkan *Good Corporate Governance* (GCG) pada saat observasi (IICG, 2006: 7 dan 38).

Tahap penilaian observasi merupakan kegiatan peninjauan langsung ke seluruh perusahaan peserta CGPI untuk memastikan praktik penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai sebuah sistem pengelolaan bisnis di perusahaan tersebut. Pelaksanaan observasi di setiap perusahaan peserta CGPI dilakukan maksimal selama 1 (satu) hari kerja, yang dibagi ke dalam dua sesi forum diskusi, yaitu satu sesi forum diskusi dengan dewan komisaris dan direksi, dan satu sesi forum diskusi lainnya dengan manajemen fungsional. Tahapan observasi memiliki bobot yang paling besar dengan mempertimbangkan proses

peninjauan langsung untuk memastikan data, informasi, dan proses bisnis perusahaan yang mendorong penegakan prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) (IICG, 2006: 7 dan 38). Pemeringkatan level penilaiannya adalah sebagai berikut:

Tabel 1

Pemeringkatan Penilaian CGPI

Kriteria Kualitas Implementasi Corporate Governance	Rating Level Nilai CGPI
Sangat Terpercaya	85,00 – 100
Terpercaya	70,00 – 84,99
Cukup Terpercaya	55,00 – 69,99

(Sumber: *The Indonesian Institute of Corporate Governance* dan SWA Sembada No. 27/XXIV/18 Desember 2008)

Kinerja Perusahaan

Penelitian ini juga menggunakan kinerja perusahaan sebagai variabel penelitian. Kinerja perusahaan diukur melalui rasio keuangan dan rasio pasar perusahaan.

Rasio Keuangan

Rasio keuangan merupakan alat analisis keuangan yang paling sering digunakan. Rasio keuangan menghubungkan berbagai akun yang terdapat pada laporan keuangan sehingga kondisi keuangan dan hasil operasi dapat diinterpretasikan. Menurut Djarwanto (2001:123), yang dimaksud dengan ‘*ratio*’ dalam analisis laporan keuangan adalah suatu angka yang menunjukkan hubungan antara suatu unsur dengan unsur lainnya dalam laporan keuangan. Hubungan antara unsur-unsur laporan keuangan tersebut dinyatakan dalam bentuk matematis yang sederhana. Menurut Simamora (2000: 822), rasio merupakan pedoman yang berfaedah dalam mengevaluasi posisi dan operasi keuangan perusahaan dan mengadakan perbandingan dengan hasil-hasil dari tahun-tahun sebelumnya atau perusahaan-perusahaan lain. Menurut Harahap (1999: 297), rasio keuangan adalah angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan (berarti). Dari definisi ini, rasio keuangan harus menunjukkan hubungan yang sistematis dalam bentuk perbandingan antara akun-akun laporan keuangan. Agar hasil perhitungan rasio keuangan dapat diinterpretasikan, akun-akun yang dibandingkan harus mengarah pada hubungan ekonomis yang penting.

Rasio Pasar

Rasio pasar merupakan indikator untuk mengukur mahal murahnya suatu saham, digunakan untuk membantu investor dalam mencari saham yang memiliki potensi keuntungan dividen yang besar sebelum melakukan penanaman modal berupa saham. Namun rasio pasar tidak mempunyai ukuran yang menunjukan tingkat efisiensi rasio serta tidak dapat mencerminkan kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan jika dilihat berdasarkan harga saham maupun jika dipergunakan oleh pihak manajemen perusahaan (Bas, 2012)

Rasio pasar merupakan sekumpulan rasio yang menghubungkan harga saham dengan laba, nilai buku per saham, dan dividen. Rasio ini memberikan petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan di masa lalu serta prospek di masa mendatang (Moeljadi, 2006: 75). Rasio ini memberikan informasi seberapa besar masyarakat (investor) atau para pemegang saham menghargai perusahaan, sehingga mereka mau membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi dibanding dengan nilai buku saham (Sutrisno, 2003: 256)

Employee Stock Option Program (ESOP) dan Kualitas Implementasi Good Corporate Governance (GCG)

Hubungan antara pemilik dan manajer adalah paradigma hubungan prinsipal dan agen (Asyik, 2006). Hubungan kedua pihak ini seringkali mengalami konflik dikarenakan adanya asimetri informasi yang membuat pihak prinsipal menganggap bahwa pihak agen yang memiliki informasi yang berlebih akan menggunakan informasi tersebut untuk memperoleh keuntungan bagi dirinya sendiri. Hal ini yang mendasari adanya *agency cost*. *Agency Cost* adalah biaya yang dikeluarkan oleh pihak prinsipal untuk membatasi divergensi kepentingan dengan memberikan insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*) untuk mencegah *moral hazard* dari agen (Asyik, 2006). Salah satu bentuk *agency cost* ini adalah pemberian saham bonus kepada karyawan melalui mekanisme *Employee Stock Option Program (ESOP)*. Fungsi ESOP menurut Edward Graskamp dalam Media Akuntansi (edisi Mei 2000: 48) adalah sebagai berikut : 1) Pelaksanaan ESOP di suatu perusahaan dapat menunjang terjadinya *Good Corporate Governance (GCG)*; 2) Penerapan ESOP dapat menumbuhkan *sense of belonging* terhadap perusahaan diantara para karyawan, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan; 3) ESOP dapat menjadi insentif bagi para karyawan; 4) Pelaksanaan ESOP dapat mengembangkan *shareholder* para perusahaan tersebut.

Dari salah satu fungsi diatas, terdapat salah satu fungsi yang menyatakan bahwa pelaksanaan ESOP di suatu perusahaan dapat menunjang terjadinya *Good Corporate Governance (GCG)*. Hal ini dikarenakan salah satu mekanisme GCG adalah kepemilikan manajerial. ESOP merupakan salah satu bentuk kepemilikan manajerial yang dapat dilakukan oleh perusahaan. Selain meningkatkan rasa kepemilikan kepada karyawan, ESOP juga diharapkan mampu menjadikan karyawan dapat menyampaikan informasi yang lebih memadai. Hal ini dikarenakan karyawan pada perusahaan yang telah mengadopsi ESOP tidak lagi bertindak hanya sebagai karyawan tetapi juga sebagai pemilik atau investor. Sebagai pihak yang memberikan informasi sekaligus memerlukan informasi maka karyawan akan memahami jenis-jenis informasi yang penting untuk investor. Selain itu, apabila perusahaan mampu memberikan informasi lebih dari yang seharusnya, citra perusahaan menurut pihak eksternal akan meningkat. Menurut Kaihatu (2006) salah satu tahap pelaksanaan GCG adalah tahap evaluasi. Tahap evaluasi adalah tahap yang perlu dilakukan secara teratur dari waktu ke waktu untuk mengukur sejauh mana efektivitas penerapan GCG telah dilakukan dengan meminta pihak independen melakukan audit implementasi dan *scoring* atas praktik GCG yang ada. Pengukuran baik tidaknya GCG perusahaan dilakukan melalui mekanisme penilaian yang berdasarkan pada indeks kualitas implementasi GCG. Semakin banyak informasi yang diberikan maka pengukuran atas tata kelola perusahaan melalui GCG akan meningkat pula, karena dalam penilaian GCG terdapat poin *self assesment* dan kelengkapan dokumen. Apabila karyawan memberikan informasi yang memadai dan transparan, maka kedua poin penilaian ini akan semakin meningkat pula. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁: Terdapat perbedaan kualitas implementasi *corporate governance* antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP

Perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan lebih memiliki karyawan yang loyal terhadap perusahaan. Sementara karyawan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP hanya bekerja untuk mendapatkan gaji dan lebih sedikit memiliki rasa loyal kepada perusahaan. Rasa loyal karyawan kepada perusahaan akan memberikan motivasi bagi karyawan untuk meningkatkan kinerjanya. Hal ini dikarenakan karyawan tidak hanya menjadi bawahan dari pemilik tetapi juga merasa bahwa dirinya adalah bagian dari perusahaan dan rasa memiliki inilah yang mampu memacu karyawan untuk bekerja lebih giat

karena merasa bahwa citra perusahaan juga merupakan tanggung jawab karyawan. Apabila karyawan telah merasa bahwa citra perusahaan merupakan hal yang juga perlu diperhatikan selain laba, maka karyawan secara tidak langsung akan menjalankan perusahaan dengan tata kelola yang baik (*good corporate governance*). Salah satunya adalah dengan memenuhi prinsip-prinsip dasar GCG yaitu *fairness, transparency, accountability, responsibility, dan independency*. Setelah prinsip dasar GCG mampu dipenuhi maka langkah selanjutnya yang dapat dilakukan untuk memberikan citra yang baik kepada pihak eksternal adalah melalui ikut peneringkatan GCG. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂: Terdapat perbedaan kualitas implementasi *corporate governance* antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP

Employee Stock Option Program (ESOP) dan Kinerja Perusahaan

Setiap perusahaan memiliki maksud dan tujuan yang berbeda. Namun sebagaimana setiap perusahaan pada umumnya, dalam menjalankan usahanya, suatu perusahaan mengharapkan karyawannya memiliki kemampuan produktivitas yang tinggi dalam bekerja. Ini merupakan keinginan yang ideal bagi perusahaan yang berorientasi pada profit. Akan tetapi, tidak semua karyawan yang direkrut oleh perusahaan mempunyai pola kerja yang sama. Setiap individu karyawan tertentu saja masing-masing mempunyai motivasi dan latar belakang yang berbeda satu sama lainnya. Hal ini menimbulkan pola kerja dan hasil yang berbeda pula. Penghargaan serta penggunaan motivator yang tepat akan menimbulkan suasana kondusif atau berakibat kepada produktivitas yang lebih tinggi. Semua itu mencakup sistem pemberian insentif dan usaha-usaha menambah kepuasan kerja melalui sarana yang beraneka ragam (Sinungan 1997: 68).

Selain itu menurut Raviyanto (2001), melekatkan insentif uang pada pertambahan produktivitas merupakan perangsang yang cukup ampuh guna menaikkan partisipasi aktif tenaga kerja. Pemberian ESOP merupakan suatu penghargaan atau suatu bentuk kompensasi yang diharapkan dapat mewujudkan tujuan bersama, baik bagi karyawan maupun bagi pihak 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 ESOP, diharapkan 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, selain kinerja keuangan, dampak dari ESOP juga dilihat dari kinerja pasar. Adapun indikator kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. *Return On Equity (ROE)*

ROE merupakan rasio profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan modal saham tertentu. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang para pemegang saham. Rasio ini menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini, semakin baik. Artinya posisi pemilik perusahaan semakin kuat, demikian pula sebaliknya. Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya, masih belum terdapat satu hasil yang pasti mengenai ada tidaknya perubahan ROE perusahaan setelah mengadopsi ESOP. Menurut Anwar & Baridwan (2006) dan Pandansari (2010) ROE perusahaan tidak mengalami perubahan setelah pengadopsian ESOP, sementara menurut Elhayek & Lazarevic (2005) dan Helfasari (2012) terdapat perubahan ROE perusahaan setelah adanya pengadopsian ESOP. Dalam penelitian ini diharapkan ROE perusahaan semakin meningkat dengan adanya pengadopsian ESOP. Hal ini dikarenakan apabila karyawan telah merasa memiliki perusahaan, maka karyawan akan bekerja seefektif

dan seefisien mungkin. Laba perusahaan tentunya diharapkan akan meningkat dengan adanya peningkatan dari kinerja karyawan. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₃ : Terdapat perbedaan ROE (*Return On Equity*) perusahaan antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan periode sesudah pengadopsian ESOP

Perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan lebih memiliki karyawan yang kinerjanya lebih efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan laba yang tinggi. Sementara karyawan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP hanya bekerja untuk mendapatkan gaji, sehingga mereka bekerja hanya untuk memenuhi jam kerja tanpa adanya motivasi tambahan. Jika dibandingkan, perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan memiliki laba yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₄ : Terdapat perbedaan ROE (*Return On Equity*) antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP

2. *Return On Asset (ROA)*

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan mengukur laba dengan menggunakan total aset yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut. Semakin tinggi nilai ROA maka menunjukkan semakin efisien perusahaan tersebut dapat mengatur kekayaan yang dimiliki (manajemen aset). Begitu sebaliknya jika nilai ROA rendah maka manajemen aset perusahaan tersebut kurang efisien. Hasil dari penelitian sebelumnya yang menggunakan variabel ROA juga masih bervariasi. Dalam penelitian Astika (2006), Elhayek & Lazarevic (2005), dan Helfasari (2012) ditemukan bahwa ESOP berpengaruh terhadap ROA, sementara menurut Anwar & Baridwan (2006) serta Pandansari (2010) ESOP tidak memiliki pengaruh terhadap ROA. Dalam penelitian ini diharapkan ROA perusahaan semakin meningkat dengan adanya pengadopsian ESOP. Hal ini dikarenakan apabila karyawan telah merasa memiliki perusahaan, maka karyawan akan bekerja seefektif dan seefisien mungkin. Laba perusahaan tentunya diharapkan akan meningkat dengan adanya peningkatan dari kinerja karyawan.

H₅ : Terdapat perbedaan ROA (*Return On Asset*) perusahaan antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP

Perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan lebih memiliki karyawan yang kinerjanya lebih efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan laba yang tinggi. Sementara karyawan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP hanya bekerja untuk mendapatkan gaji, sehingga mereka bekerja hanya untuk memenuhi jam kerja tanpa adanya motivasi tambahan. Jika dibandingkan, perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan memiliki laba yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₆ : Terdapat perbedaan ROA (*Return On Asset*) antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP

3. *Price to book value*

Rasio harga saham terhadap nilai buku atau *price to book value ratio* merupakan perbandingan antara harga suatu saham terhadap nilai buku bersih per lembar saham tersebut. Rasio ini membandingkan interpretasi dari sistem pelaporan akuntansi terhadap nilai kekayaan perusahaan (aset bersih di neraca) dengan persepsi investor terhadap nilai pasar dari kekayaan perusahaan tersebut (kapitalisasi pasar). Rasio PBV sebesar 1,0 menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan sama dengan nilai neracanya/ nilai buku (Warren, *et.al.*, 2005 : 569). Nilai buku ekuitas per saham dihitung dengan total aset perusahaan dikurangi dengan

total kewajibannya dan selisihnya kemudian dibagi dengan jumlah lembar saham beredar. Dalam penelitian sebelumnya, rasio PBV juga belum memiliki hasil yang konsisten.

Berdasarkan penelitian Elhayek & Lazarevic (2005), PBV tidak mengalami perubahan dengan adanya pengadopsian ESOP. Sementara menurut Helfasari (2012) pengadopsian ESOP berpengaruh terhadap PBV. Harga saham dipengaruhi oleh berbagai hal, tetapi yang paling mempengaruhi adalah laba perusahaan. Perusahaan yang memiliki laba yang tinggi memiliki kecenderungan memiliki nilai pasar saham yang tinggi. Hal ini dikarenakan investor mengharapkan *return* yang tinggi dari saham yang dimilikinya. Laba yang tinggi memberikan keyakinan kepada investor mengenai *return* yang dapat mereka terima.

Dengan adanya ESOP, diharapkan laba perusahaan akan meningkat, yang secara tidak langsung hal tersebut akan mempengaruhi meningkatnya PBV perusahaan. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₇ : Terdapat perbedaan *Price to book value* perusahaan antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan periode sesudah pengadopsian ESOP

Perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan lebih memiliki karyawan yang kinerjanya lebih efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan laba yang tinggi. Sementara karyawan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP hanya bekerja untuk mendapatkan gaji, sehingga mereka bekerja hanya untuk memenuhi jam kerja tanpa adanya motivasi tambahan. Jika dibandingkan, perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan memiliki laba yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP. Laba yang tinggi akan mempengaruhi peningkatan harga saham perusahaan yang mengadopsi ESOP dibandingkan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₈ : Terdapat perbedaan *Price to book value* antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP

4. *Dividend*

Dividen merupakan bagian dari laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa (*earnings available for common stockholders*) yang dibagikan kepada para pemegang saham biasa dalam bentuk tunai (Warsono, 2003: 271). Hanafi (2004:361) menyatakan bahwa dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pimpinan. Berdasarkan penelitian Elhayek & Lazarevic (2005), dividen mengalami perubahan dengan adanya pengadopsian ESOP. Perusahaan yang memberikan dividen memberikan sinyal bahwa kinerja perusahaan sedang dalam keadaan yang baik, karena laba yang dihasilkan perusahaan masih mencukupi untuk dibagikan kepada pemilik saham. Tanpa adanya kinerja karyawan yang baik laba perusahaan tidak akan mengalami peningkatan. ESOP diharapkan mampu meningkatkan kinerja karyawan yang akan memberikan dampak pada laba dan dividen. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₉ : Terdapat perbedaan besarnya dividen perusahaan antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan periode sesudah pengadopsian ESOP

Perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan lebih memiliki karyawan yang kinerjanya lebih efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan laba yang tinggi. Hal ini dikarenakan selain dari gaji, karyawan juga akan mendapatkan *return* dari saham yang mereka miliki apabila laba perusahaan meningkat dan perusahaan mampu membagikan dividen bagi karyawannya. Sementara karyawan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP hanya bekerja untuk mendapatkan gaji, sehingga mereka bekerja hanya untuk memenuhi jam kerja tanpa adanya motivasi tambahan. Jika dibandingkan, perusahaan yang mengadopsi

ESOP diharapkan akan memiliki laba yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP. Laba yang tinggi akan mempengaruhi pengambilan keputusan mengenai pembagian dividen. Dari uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁₀ : Terdapat perbedaan besarnya dividen antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP

Metode Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian *event study*. Penelitian *event study* adalah sebuah penelitian yang mengamati apakah terdapat pengaruh suatu kejadian tertentu (*event*) pada periode tertentu dengan mendasarkan pada pengamatan tanggal publikasi sebagai titik krisisnya. *Event* yang menjadi sorotan dalam penelitian ini adalah pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) dalam suatu perusahaan. Titik krisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengadopsian ESOP oleh perusahaan.

Penelitian ini mengambil periode pengamatan selama tujuh (7) tahun yaitu 2005 – 2011, dengan mengambil jangka waktu tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah perusahaan mengadopsi ESOP. Selain itu penelitian ini juga mengambil jangka tiga tahun untuk meneliti perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP yang akan dibandingkan dengan perusahaan yang mengadopsi ESOP. Ruang lingkup penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Populasi yang menjadi objek dalam penelitian ini meliputi seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2005 – 2011 berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 2 kelompok yaitu, kelompok sampel ESOP dan kelompok sampel non ESOP. Penentuan sampel ESOP dilakukan secara *nonrandom* (*nonprobability sampling*) dengan metode *purposive sampling* yang dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu (Jogiyanto, 2004:79). Kriteria pemilihan sampel ESOP adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang masuk dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang telah dipublikasikan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada majalah SWA Sembada pada tahun 2005-2011, 2) Perusahaan mengadopsi ESOP pada periode tahun 2008, 3) Perusahaan menggunakan mata uang Indonesia (Rupiah) dalam laporan keuangan, 4) Perusahaan tidak mengalami defisiensi ekuitas (saldo total ekuitas yang negatif), 5) Perusahaan memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Sementara untuk sampel non ESOP yang digunakan dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel penelitian berdasarkan kriteria-kriteria yang ditentukan oleh peneliti. Kriteria pemilihan sampel non ESOP adalah sebagai berikut : 1) Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang masuk dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang telah dipublikasikan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada majalah SWA Sembada pada tahun 2005-2011, 2) Memiliki jenis industri yang sama dengan perusahaan yang mengadopsi ESOP, 3) Tidak melakukan pengadopsian ESOP selama tahun 2008, 4) Memiliki ukuran yang setara dengan perusahaan yang mengadopsi ESOP. Ukuran yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendapatan, 5) Perusahaan menggunakan mata uang Indonesia (Rupiah) dalam laporan keuangan, 6) Perusahaan tidak mengalami defisiensi ekuitas (saldo total ekuitas yang negatif). Perusahaan

memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kualitas implementasi *Corporate Governance*, kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROE dan ROA serta kinerja pasar yang diproksikan dengan *price to book value* dan *dividend*.

1. Kualitas implementasi *Corporate Governance*

Kualitas implementasi *corporate governance* merupakan sebuah penilaian tentang bagaimana *Good Corporate Governance* (GCG) diimplementasikan oleh suatu perusahaan yang selanjutnya memunculkan predikat “sangat terpercaya”, “terpercaya”, dan “cukup terpercaya”. Hasil pemeringkatan yang berupa skor nilai *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) adalah alat ukur yang dipakai dalam mengukur seberapa baik kualitas implementasi *corporate governance*. Indeks yang diterbitkan oleh *The Indonesian Institute of Corporate Governance* didapatkan dari sebuah rumus yang dikembangkan oleh IICG (SWA Sembada, 2009: 91). Rumus tersebut adalah :

$$\text{KICG} = (15\% \times \text{Self Assessment}) + (25\% \times \text{Kelengkapan Dokumen}) + (12\% \times \text{Makalah}) + (48\% \times \text{Observasi})$$

1. Kinerja Keuangan

a. *Return on Equity* (ROE)

Rentabilitas modal sendiri dalam hal ini adalah pengembalian atas ekuitas saham biasa digunakan untuk mengukur tingkat laba yang dihasilkan dari investasi pemegang saham. Investor memandang bahwa *return on equity* merupakan indikator profitabilitas yang penting, karena *return on equity* merupakan indikator untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam rangka melakukan tugasnya yakni menghasilkan keuntungan yang maksimal bagi para pemilik modal.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2007:74) *Return on equity* merupakan rasio untuk mengukur seberapa banyak keuntungan (laba) yang menjadi hak pemilik modal sendiri. Sedangkan menurut Irawati (2006) *return on equity* atau yang sering disebut dengan *rate of return on net worth*, yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan tersebut. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa *return on equity* adalah rasio yang digunakan oleh para investor untuk melihat sejauh mana perusahaan dapat memberikan keuntungan di masa yang akan datang. Atau dengan kata lain, dengan *return on equity* yang tinggi, perusahaan memiliki peluang untuk memberikan pendapatan yang besar bagi para pemegang saham.

b. *Return on Asset* (ROA)

ROA (*Return On Asset*) adalah rasio keuntungan bersih setelah pajak untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian dari aset yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Munawir (2002:269) ROA merefleksikan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh hasil atas sumber daya keuangan yang ditanamkan oleh perusahaan. Rasio ROA ini sering dipakai manajemen untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan dan menilai kinerja operasional dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki perusahaan, disamping perlu mempertimbangkan masalah pembiayaan terhadap aktiva tersebut.

2. Kinerja Pasar

a. *Price to book value*

Rasio harga saham terhadap nilai buku atau *price to book value ratio* merupakan perbandingan antara harga suatu saham terhadap nilai buku bersih per lembar saham tersebut. Rasio ini membandingkan interpretasi dari sistem pelaporan

akuntansi terhadap nilai kekayaan perusahaan (aset bersih di neraca) dengan persepsi investor terhadap nilai pasar dari kekayaan perusahaan tersebut (kapitalisasi pasar). Harga pasar saham adalah harga per lembar saham pada saat penutupannya. Nilai buku per saham adalah nilai ekuitas yang dimiliki oleh tiap lembar saham. Nilai buku per saham dihitung dengan total aset perusahaan dikurangi dengan total liabilitasnya kemudian dibagi dengan jumlah lembar saham beredar.

d. *Dividend*

Dividen merupakan bagian dari laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa (*earning available for common stockholders*) yang dibagikan kepada para pemegang saham biasa dalam bentuk tunai (Warsono, 2003: 271). Menurut Hanafi (2004:361) dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pimpinan.

Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder (*secondary data*). Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah: 1) Indeks penilaian GCG perusahaan yang dilakukan oleh IICG selama tahun 2005-2011, dan dipublikasikan melalui majalah SWA Sembada, 2) Informasi rasio keuangan dan nonkeuangan yang terdapat di laporan keuangan perusahaan tahun 2005-2011, yang diterbitkan dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), 3) Transaksi ESOP yang dilakukan perusahaan dalam kurun waktu tahun 2008, yang diperoleh melalui *website* Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Metode pengumpulan data yang digunakan dalam memperoleh data sekunder yang dibutuhkan adalah metode dokumentasi. Dokumen-dokumen yang menjadi sumber data dalam penelitian ini yaitu laporan tahunan perusahaan, serta data keuangan dan nonkeuangan yang diperoleh dari Pojok BEI Universitas Brawijaya, *website* IDX, dan *website* perusahaan sampel.

Analisis data yang diperoleh dalam penelitian ini akan menggunakan bantuan teknologi komputer yaitu microsoft excel dan menggunakan program aplikasi *Statistical Package for Social Science* (SPSS) versi 17.00. Dalam penelitian ini uji hipotesis yang digunakan adalah uji non parametrik karena jumlah data yang digunakan berjumlah kurang dari 30 sampel (Supriani dan Barus, 2003).

Maka pengujian hipotesis yang dapat dilakukan adalah *two related samples tests* (dengan uji Wilcoxon), dan *two independent samples tests* (dengan uji Mann Whitney). Pengujian yang dilakukan untuk H_1, H_3, H_5, H_7, H_9 adalah *two related samples tests* (dengan uji Wilcoxon). Pengujian untuk $H_2, H_4, H_6, H_8, H_{10}$ adalah *two independent samples tests* (dengan uji Mann Whitney). Kriteria pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan p -value dari F statistik dengan level signifikansi yang ditetapkan. Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi (α) 5% atau derajat kebebasan (*degree of freedom*) 95%. Artinya, jika p -value lebih kecil dari $\alpha : 5\%$ ($p \leq 0,05$), maka hipotesis alternatif diterima. Sebaliknya, jika p -value lebih besar dari $\alpha : 5\%$ ($p \geq 0,05$), maka hipotesis alternatif ditolak.

Hasil Analisis Dan Pembahasan

Populasi dan Sampel Penelitian

Prosedur pemilihan sampel untuk perusahaan yang mengadopsi ESOP dilakukan dengan kriteria sebagai berikut:

Tabel 2
Prosedur Pemilihan Sampel ESOP

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2011	420
2	Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang tidak masuk dalam pemeringkatan <i>Corporate Governance Perception Index</i> (CGPI) yang telah dipublikasikan oleh <i>The Indonesian Institute for Corporate Governance</i> (IICG) pada majalah SWAsembada pada tahun 2005-2011	(362)
3	Perusahaan tidak mengadopsi ESOP pada periode tahun 2008	(55)
4	Perusahaan tidak menggunakan mata uang Indonesia (Rupiah) dalam laporan keuangan	(0)
5	Perusahaan mengalami defisiensi ekuitas	(0)
6	Perusahaan tidak memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian	(0)
	Total Sampel	3

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, diperoleh sampel sebanyak 3 perusahaan yang mengadopsi ESOP. Pemilihan sampel perbandingan yaitu perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP dilakukan dengan kriteria sebagai berikut:

Tabel 3
Prosedur Pemilihan Sampel non-ESOP

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2011	420
2	Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang tidak masuk dalam pemeringkatan <i>Corporate Governance Perception Index</i> (CGPI) yang telah dipublikasikan oleh <i>The Indonesian Institute for Corporate Governance</i> (IICG) pada majalah SWAsembada pada tahun 2005-2011	(362)
3	Tidak memiliki jenis industri yang sama dengan perusahaan sampel ESOP	(37)
4	Mengadopsi ESOP	(2)
5	Tidak memiliki ukuran yang setara dengan perusahaan sampel ESOP	(16)
6	Perusahaan tidak menggunakan mata uang Indonesia (Rupiah) dalam laporan keuangan	(0)
7	Perusahaan mengalami defisiensi ekuitas	(0)
8	Perusahaan tidak memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian	(0)
	Total Sampel	3

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, diperoleh sampel sebanyak 3 perusahaan yang mengadopsi ESOP. Menurut Meidawati (2004) ukuran perusahaan dapat diukur melalui pendapatan perusahaan. Uji yang dilakukan untuk mengukur kesetaraan ukuran perusahaan melalui pendapatan adalah uji normalitas dan uji homogenitas. Uji normalitas yang digunakan adalah uji *Kolmogorov-Smirnov Z (I-Sample K-S)*. Hasil uji normalitas dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas

Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2 tailed)
REVENUE	.652	.789

Sumber : data sekunder diolah

Hasil uji normalitas untuk pendapatan sampel non ESOP menunjukkan hasil bahwa data terdistribusi normal. Maka untuk uji homogenitas, uji yang digunakan adalah *independent samples t test*. Hasil uji homogenitas dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji Homogenitas

Variabel	Independent samples t test	
	Sig. Levene's test	Sig. (2 tailed)
REVENUE	.161	.328

Sumber : data sekunder diolah

Hasil uji homogenitas untuk pendapatan sampel non ESOP menunjukkan hasil bahwa data tidak memiliki perbedaan dengan sampel ESOP. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran kedua sampel adalah setara dan dapat dibandingkan.

Statistik Deskriptif

Hasil analisis deskriptif dapat dilihat pada tabel 6.

Tabel 6
Hasil Analisis Deskriptif Kualitas Implementasi GCG dan Kinerja Perusahaan

		KICG	ROE	ROA	PBV	DIV
Periode Sebelum ESOP	N	9	9	9	9	9
	Min	74.62	2.60	.23	1.43	.00
	Max	88.66	26.04	11.48	5.42	186.00
	Mean	79.47	14.61	5.08	2.83	78.44
	Std.Deviation	5.06	7.91	4.03	1.19	63.89
Periode Sesudah ESOP	N	9	9	9	9	9
	Min	72.37	3.63	1.37	1.43	.00
	Max	91.81	27.58	15.64	4.91	430.00
	Mean	85.18	16.51	5.93	2.83	131.72
	Std.Deviation	6.48	8.86	5.95	1.16	156.58
Non ESOP	N	9	9	9	9	9
	Min	77.28	12.38	1.09	1.01	.00
	Max	89.64	29.06	11.62	4.93	301.00
	Mean	84.44	20.46	5.36	2.45	117.72
	Std.Deviation	4.18	5.98	4.51	1.31	128.65

Sumber : data sekunder diolah

Nilai rata-rata tertinggi KICG berada pada sampel periode sesudah ESOP dan nilai indeks terendah berada pada kelompok sampel periode sebelum ESOP. Nilai rata-rata indeks sampel sesudah ESOP memberikan hasil predikat sangat terpercaya. Nilai rata-rata tertinggi ROE berada pada sampel non ESOP dan nilai terendah berada pada sampel sebelum ESOP. Nilai rata-rata tertinggi ROA berada pada sampel periode sesudah ESOP dan nilai terendah

ada pada sampel periode sebelum ESOP. Nilai rata-rata tertinggi PBV berada pada sampel sebelum pengadopsian ESOP dan sesudah pengadopsian ESOP. Hal ini karena tidak terdapat perbedaan pada rata-rata kedua sampel ini. Nilai rata-rata tertinggi dividen berada pada sampel periode sesudah ESOP dan nilai terendah ada pada kelompok sampel sebelum ESOP.

Hasil Analisis Data

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji beda 2 rata-rata non parametrik. Penelitian ini menggunakan tiga variabel yaitu kualitas implementasi *corporate governance*, kinerja keuangan, dan kinerja pasar.

Hasil Uji *Two Related Samples Tests* dengan Uji Wilcoxon (Pengujian untuk H₁, H₃, H₅, H₇, H₉)

. Uji *two related samples test* dalam penelitian ini digunakan untuk menguji H₁, H₃, H₅, H₇, H₉. Uji ini dilakukan pada subjek sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP. Tabel 7 menunjukkan hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini.

Tabel 7

Hasil Uji *Two Related Samples T Test* (Uji Wilcoxon)

Variabel	Sig. (2 tailed)
KICG	.015
ROE	.678
ROA	.594
PBV	.859
DIV	.327

Sumber : data sekunder diolah

Hasil Uji *Two Independent Samples Test* dengan Uji Mann-Whitney (Pengujian untuk H₂, H₄, H₆, H₈, H₁₀)

Uji *Two Independent Samples Test* dalam penelitian ini digunakan untuk menguji H₂, H₄, H₆, H₈, H₁₀. Uji ini dilakukan pada subjek perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi ESOP. Tabel 8 menunjukkan hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini.

Tabel 8

Hasil Uji *Two Independent Samples Test* (Uji Mann-Whitney)

Variabel	Sig. (2 tailed)
KICG	.566
ROE	.402
ROA	.965
PBV	.453
DIV	.823

Sumber : data sekunder diolah, lampiran 4B

ESOP dan Kualitas Implementasi *Corporate Governance*

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, hipotesis pertama (H₁) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara kualitas implementasi *corporate governance* sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP adalah didukung sementara hipotesis kedua (H₂) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara kualitas implementasi *corporate governance* perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP adalah tidak didukung. Dengan kata lain, penelitian ini hanya mampu menemukan bukti adanya pengaruh pengadopsian ESOP terhadap kualitas implementasi *corporate governance* antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan periode sesudah pengadopsian ESOP.

Adanya pengadopsian ESOP yang salah satu bentuk kepemilikan manajerial mampu memberikan peningkatan bagi kualitas implementasi *corporate governance*, hal ini dapat dilihat dari peningkatan rata-rata indeks KICG. Terjadinya perbedaan pada periode sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP dapat dikarenakan oleh meningkatnya motivasi karyawan sesudah adanya pemberian ESOP. Rasa kepemilikan karyawan meningkat karena adanya pengadopsian ESOP sehingga karyawan berusaha agar citra perusahaan yang ditunjukkan melalui predikat kualitas implementasi *corporate governance* meningkat.

Tidak terjadinya perbedaan antara KICG perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan yang tidak mengadopsi ESOP disebabkan oleh pengadopsian ESOP di Indonesia yang terbentur oleh beberapa peraturan yang belum sepenuhnya mendukung manfaat ESOP itu (Bapepam, 2002), dimana penyusunannya tidak secara khusus di desain untuk mengatur ESOP. Misalnya adanya peraturan yang membatasi jumlah kepemilikan oleh karyawan maksimal 10 % dari jumlah penawaran umum (Peraturan Bapepam IX.A.7) sehingga tidak begitu berdampak pada kinerja perusahaan secara keseluruhan. Hal tersebut yang menjadi salah satu kemungkinan mengapa tidak terdapat perbedaan antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan yang tidak mengadopsi.

ESOP dan ROE (*Return On Equity*)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara ROE (*Return On Equity*) perusahaan sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP adalah tidak didukung sementara hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara ROE (*Return On Equity*) perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP adalah tidak didukung. Dengan kata lain, penelitian ini tidak mampu menemukan bukti adanya perbedaan pengadopsian ESOP terhadap ROE (*Return On Equity*) perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP.

Hasil penelitian untuk H_3 tidak konsisten dengan hasil penelitian Elhayek dan Lazarevic (2005) yang menyatakan bahwa pengadopsian ESOP memberikan perbedaan terhadap ROE namun konsisten dengan penelitian Anwar dan Baridwan (2006) yang menemukan bukti empiris bahwa pengadopsian ESOP tidak berpengaruh terhadap ROE. Hasil penelitian untuk H_4 konsisten dengan penelitian Pandansari (2010) yang menyatakan bahwa pengadopsian ESOP tidak memberikan perbedaan terhadap ROE.

Menurut Pandansari (2010) terjadinya *exercise* opsi tersebut akan meningkatkan ekuitas perusahaan tersebut, sehingga mempengaruhi ROE secara tidak langsung. Jika dilihat dari *mean*, nilai ROE menurun setelah adanya pengadopsian ESOP. Hal ini dikarenakan ekuitas perusahaan meningkat setelah adanya *exercise* opsi. Namun, peningkatan pada ekuitas perusahaan, diimbangi dengan penurunan pada laba perusahaan karena saat pengadopsian ESOP akan muncul pula biaya pengadopsian. Hal ini menyebabkan tidak terjadi perbedaan antara periode sebelum dan sesudah ESOP. Menurut Anwar dan Baridwan (2006) tingkat profitabilitas menurun setelah adanya pengadopsian ESOP. Laba perusahaan menurun karena adanya biaya dalam pengadopsian ESOP. Hal ini menyebabkan tidak ada perbedaan antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi karena sekalipun laba perusahaan meningkat, beban perusahaan juga meningkat dengan adanya ESOP.

ESOP dan ROA (*Return On Asset*)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara ROA (*Return On Asset*) perusahaan sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP dan hipotesis keenam (H_6) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara ROA (*Return On Asset*) perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP adalah tidak didukung. Dengan

kata lain, penelitian ini tidak mampu menemukan bukti adanya pengaruh pengadopsian ESOP terhadap ROA (*Return On Asset*).

Hasil penelitian untuk H_5 tidak konsisten dengan penelitian Elhayek dan Lazarevic (2005) yang menyatakan bahwa pengadopsian ESOP memberikan perbedaan terhadap ROA namun konsisten dengan penelitian Anwar dan Baridwan (2006) yang menemukan bukti empiris bahwa pengadopsian ESOP tidak berpengaruh terhadap ROA. Hasil penelitian untuk H_6 konsisten dengan penelitian Pandansari (2010) yang menyatakan bahwa pengadopsian ESOP tidak memberikan perbedaan terhadap ROA.

Adanya pengadopsian ESOP yang dianggap mampu meningkatkan motivasi kerja karyawan ternyata tidak menimbulkan perbedaan antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan periode sesudah pengadopsian ESOP. Hal ini berarti bahwa pengadopsian ESOP belum memberikan dampak pada ROA. Nilai *mean* ROA cenderung meningkat dengan adanya pengadopsian ESOP. Hal ini mengindikasikan bahwa efisiensi perusahaan semakin meningkat dengan adanya pengadopsian ESOP. Tetapi apabila dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP, ROA tidak mengalami perbedaan. Menurut Anwar dan Baridwan (2006) hal ini dikarenakan tingkat profitabilitas menurun setelah adanya pengadopsian ESOP. Laba perusahaan menurun karena adanya biaya dalam pengadopsian ESOP.

ESOP dan PBV (*Price to book value*)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, hipotesis ketujuh (H_7) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara PBV (*Price to book value*) perusahaan sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP dan hipotesis kedelapan (H_8) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara PBV (*Price to book value*) perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP adalah tidak didukung. Dengan kata lain, penelitian ini tidak mampu menemukan bukti adanya pengaruh pengadopsian ESOP terhadap PBV (*Price to book value*) perusahaan sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP.

Hasil penelitian untuk H_7 tidak konsisten dengan penelitian Helfasari (2012) yang menyatakan bahwa pengadopsian ESOP memberikan perbedaan terhadap PBV namun konsisten dengan penelitian Elhayek dan Lazarevic (2005) yang menemukan bukti empiris bahwa pengadopsian ESOP tidak berpengaruh terhadap PBV. Hasil penelitian untuk H_8 tidak konsisten dengan penelitian Helfasari (2012) yang menyatakan bahwa pengadopsian ESOP tidak memberikan perbedaan terhadap PBV.

Adanya pengadopsian ESOP yang dianggap mampu meningkatkan nilai pasar saham ternyata tidak menimbulkan perbedaan antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan periode sesudah pengadopsian ESOP. Hal ini berarti bahwa pengadopsian ESOP belum memberikan dampak pada PBV. Menurut Astika (2006) terdapat nilai ekonomis berupa *return* yang diharapkan (*expected return*) dalam implementasi program opsi saham yang mendorong eksekutif perusahaan berperilaku menyimpang dari tujuan program opsi saham. Perilaku menyimpang dari tujuan yang digariskan disebut dengan perilaku oportunistik karena eksekutif mengambil keuntungan melalui manajemen laba (*earnings management*). Tujuannya adalah untuk mendapatkan harga pengambilan hak beli atas saham perusahaan yang rendah. Apabila laba yang dilaporkan rendah, maka investor juga tidak akan berusaha membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi.

ESOP dan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, hipotesis kesembilan (H_9) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara dividen perusahaan sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP dan hipotesis kesepuluh (H_{10}) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara dividen perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan

perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP adalah tidak didukung. Dengan kata lain, penelitian ini tidak mampu menemukan bukti adanya pengaruh pengadopsian ESOP terhadap dividen perusahaan sebelum pengadopsian ESOP dengan sesudah pengadopsian ESOP.

Hasil penelitian untuk H_9 dan H_{10} tidak konsisten dengan penelitian Elhayek dan Lazarevic (2005) yang menyatakan bahwa pengadopsian ESOP memberikan perbedaan terhadap dividen. Adanya pengadopsian ESOP yang dianggap mampu meningkatkan besarnya dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemilik saham biasa ternyata tidak menimbulkan perbedaan antara periode sebelum pengadopsian ESOP dengan periode sesudah pengadopsian ESOP. Hal ini berarti bahwa pengadopsian ESOP belum memberikan dampak pada dividen. Menurut Pandansari (2010) terjadinya *exercise* opsi tersebut akan meningkatkan ekuitas perusahaan tersebut, sehingga secara langsung mempengaruhi dividen secara tidak langsung. Selain dari sisi ekuitas, menurut Anwar dan Baridwan (2006) laba perusahaan cenderung menurun setelah adanya pengadopsian ESOP. Hal ini akan menyebabkan manajemen mengambil keputusan untuk tidak membagikan dividen atau hanya membagikan dividen dengan jumlah kecil.

Kesimpulan & Saran

Kesimpulan yang dapat diambil dalam penelitian ini adalah: 1) Pengadopsian ESOP memberikan perbedaan kepada kualitas implementasi *corporate governance* perusahaan antara periode sebelum pengadopsian dengan periode sesudah pengadopsian, 2) Tidak terdapat perbedaan kualitas implementasi *corporate governance* antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP, 3) Kinerja perusahaan, baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar, tidak mengalami perubahan antara periode sebelum pengadopsian hingga periode setelah pengadopsian ESOP, 4) Secara umum tidak terdapat perbedaan kinerja perusahaan, baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar, antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP.

Beberapa keterbatasan pada penelitian ini antara lain: 1) Penelitian ini menggunakan beberapa proksi kinerja keuangan yang lebih didasarkan pada popularitas mereka dalam literatur keuangan dan yang belum memiliki hasil yang konsisten dalam penelitian-penelitian terdahulu. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan proksi variabel kinerja perusahaan yang lebih luas dan lebih variatif. Contohnya, untuk kinerja keuangan menggunakan rasio OPM, *debt to equity*, dan sebagainya. Sementara untuk kinerja pasar dapat menggunakan rasio EPS, PER, dan sebagainya, 2) Penelitian ini hanya mengamati reaksi tiga tahun saja yaitu periode tahunan tiga tahun sebelum dan sesudah pada perusahaan yang mengadopsi ESOP serta tiga tahun pada perusahaan Non ESOP. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang untuk menguji pengaruh pengadopsian ESOP terhadap kualitas implementasi *corporate governance* dan kinerja perusahaan, serta untuk mengetahui perkembangan ESOP dan GCG di Indonesia, 3) Sampel yang diambil dalam penelitian terbatas pada jumlah perusahaan yang sukarela mendaftarkan diri dalam pemerinkatan *corporate governance*, sebagai perbandingan jumlah perusahaan yang dijadikan sampel dari masing-masing industri antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadopsi jumlahnya kurang seimbang, sehingga pada penelitian ini mengambil kriteria tertentu untuk menyeimbangkan jumlah sampel dari keduanya. Bagi penelitian selanjutnya sebaiknya tidak hanya menguji reaksi pada pengadopsian ESOP namun juga pada tanggal *exercise option* sebagai salah satu program yang kebanyakan digunakan di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Aghnia, Yuthi . 2009. *Good Corporate Governance* (<http://yuthiaghnia.blogspot.com>) diakses tanggal 10 Desember 2012.
- Ali, Irfan. 2002. Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi. *Lintasan Ekonomi Vol. XIX. No.2. Juli 2002.*
- Anggara, Maulana Setya. 2006. Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi.* Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
- Baridwan, Zaki dan Azwar Anwar. 2006. *Effect Of Employee Stock Option Plans (ESOPs) to Performance and Firm Value : Empirical Study at JSX* Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.
- Ujiyanto, Muh. Arief dan Pramuka, Bambang Agus. 2007. *Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan.* Simposium Nasional Akuntansi X. Vol. 10. Hal. 6.
- Arifin. 2005. *Peran Akuntan dalam Menegakkan Prinsip Good Corporate Governance pada Perusahaan di Indonesia (Tinjauan Perspektif Teori Keagenan).* Pidato Pengukuhan Guru Besar. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Arikunto, S. 2002. *Prosedur Suatu Penelitian: Pendekatan Praktek.* Edisi Revisi Kelima. Jakarta: Penerbit Rineka Cipta.
- Astika, Ida Bagus Putra. 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
- Asyik, N.F. 2006. *Dampak Penyaatan dan Nilai Wajar Opsi pada Pengaruh Magnituda Kompensasi Program Opsi Saham Karyawan Terhadap Pengelolaan Laba.* Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.
- Bangun, Frina M. 2010. Pengaruh Rasio Keuangan Debitur Terhadap Pertimbangan Permohonan Kredit pada PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero), Tbk Cabang Umum Medan Sisingamangaraja. *Skripsi.* Medan : Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara.
- Bapepam. 2002. *Studi tentang Penerapan ESOP Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia.* Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Bas, Ismie Bellaras. 2012. *Rasio Nilai Pasar.* (<http://bellarasbas.blogspot.com>) diakses tanggal 10 Desember 2012.
- Borzant, Liza and Thomas J. Zvirlein. 1995. Esops in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol.8.*
- Darmawati, Deni. 2006. *Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Faktor Regulasi Terhadap Kualitas Implementasi Corporate Governance.* Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.
- Darsono, Azhari. 2005. *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan.* Yogyakarta: Andi.
- Djarwanto Ps. 2001. *Pokok – pokok Analisa Laporan Keuangan, Edisi Pertama, Cetakan Kedelapan.* Yogyakarta: BPFE.
- ECFIN. *Indonesian Capital Market Directory.* 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009.
- Eisenhardt, Kathleem. M. 1989. Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of Management Review.* Vol.14. No.1: Hal 57-74.
- Elhayek, Hadi dan Lazarevic, Sonja Petrovic. 2005. Are Employee Share Ownership Programs Really Improving Organisational performance. *Working paper.* Australia : Bussiness and Economics Monash University.

- Ernawati, Eva. 2012. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Pengungkapan Intellectual Capital (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010). *Skripsi*. Malang : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- Ghozali, Imam, 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS, Edisi Keempat*. Semarang : Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, Mamduh M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Suad Husnan dan Eny Pudjiastuti. 2007. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi 5*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Iqbal, Z. dan H.S. Abdul. 2001. *Stock Price and Operating Performance of ESOP Firms: A Time-Series Analysis, QJBE*. Vol. 30, No.3
- Irawati, Susan. 2006. *Manajemen Keuangan*. Bandung: Penerbit Pustaka.
- Isnata, Rudi. 2008. Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan Terhadap Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan. *Skripsi*. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
- Jensen, M.C. dan Meckling, W,H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4.
- Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian dan Bisnis: Salah Kapra dan Pengalaman-pengalaman, Edisi 2004/2005*. Yogyakarta: BPFE.
- 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.
- Kaihatu, Thomas S. 2006. *Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol 8.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield. 2011. *Intermediate Accounting Volume 1 IFRS Edition*. United States of America: John Wiley&Sons.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: KNKG.
- Klein, Katherine J. 1987. Employment Stock Ownership and Employment Attitudes : A Test of Three Models. *Journal of Applied Psychology Monograph*. Vol 72, No. 2
- Mchugh, Patrick, Joel Cutcher-G, Diane L, B. 2005. Examining Structure and Process in ESOP Firms. *Personnel Review*. Vol 34, No.3
- Media Akuntansi 2000 edisi No. 5 Th. VII, Mei 2000
- Meidawati, Neni. 2004. Pengaruh Strategi Perusahaan, Kematangan Teknologi Informasi, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Respon Strategik dalam Menghadapi Globalisasi. *JAAI Volume 8 No. 2, Desember 2004*
- Mintara, Yunita Heryani. 2008. *Pengaruh Implementasi Corporate Governance terhadap Pengungkapan Informasi*. *Skripsi*. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
- Moeljadi, 2006, *Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*, Yogyakarta: BPFE.
- Munawir. 2002. *Analisis Investasi Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Organization for Economic Co-operation and Development. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publication Services.
- Oyer,Paul,Scoot Schaefer. 2005. Why Do some Firm give Stock Option to All Employee: An Empirical Examination of alternative theories. *Journal of Alternative theories* 76:99-133

- 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.
- Pugh, William N, Sharon L Oswald dan John S Jahera. 2000. The Effect of ESOP adoptions on Corporate Performance : Are There Really Performance Change?. *Journal of Managerial and Economic*. Vol 21: 167-180.
- Ravianto, J. 2001. *Produktivitas dan Manajemen*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Sekaran, U. (2006). *Metode Penelitian Untuk Bisnis 1. (4th Ed)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Simamora, Henry. 2000. *Akuntansi (Basis Pengambilan Keputusan Bisnis)*. Jakarta : Salemba Empat
- Sinungan, Muchdarsyah. 1997. *Produktivitas Apa dan Bagaimana*. Jakarta : Bumi Aksara
- Sugiyono. 2008. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung : Alfabeta.
- Supriana, Tavi dan Rianti Barus. 2010. *Statistik Nonparametrik, "Aplikasi dalam Bidang Sosial Ekonomi Pertanian"*. Medan : USU Press
- Sutrisno. 2003. *Manajemen Keuangan (Teori, Konsep, dan Aplikasi), Edisi Pertama, Cetakan Kedua*. Yogyakarta: EKONISIA.
- Tampubolon, Manahan P. 2005. *Manajemen Keuangan (Finance Management, Edisi Pertama*. Bogor : Ghalia Indonesia
- The Indonesian Institute of Corporate Governance* dan SWA Sembada No. 27/XXIV/18 Desember 2008
- Van, Horne 2005. *Accounting Economics*. Translation Penerbit PT. Gramedia Pustaka Umum Jakarta.
- Wardani, Diah Kusuma. 2008. Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan di Indonesia. *Skripsi*. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
- Warren, Reeve and Fess. 2005. *Accounting: Pengantar Akuntansi*. Diterjemahkan: Aria Farahmita, Amanugrahani, dan Taufik Hendrawan. Edisi 21. Buku 2. Salemba Empat. Jakarta.
- Warsono. (2003). *Manajemen Keuangan, Edisi 1*. Malang: UMM Press
- www.iicg.org (diakses tanggal 1 Desember 2012 sampai 1 Februari 2013)
- www.oecd.org (diakses tanggal 1 Desember 2012 sampai 1 Februari 2013)
- www.idx.co.id (diakses tanggal 1 Desember 2012 sampai 1 Februari 2013)

Lampiran 1 Hasil Pengujian Hipotesis

Uji *Two Related Samples Tests* (dengan Uji Wilcoxon)

Test Statistics^a

	KICGafter - KICGbefore
Z	-2.431 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.015

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Test Statistics^a

	ROEaft - ROEbef	ROAaft - ROAbef	PBVaft - PBVbef	DIVaft - DIVbef
Z	-.415 ^a	-.533 ^a	-.178 ^a	-.980 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.678	.594	.859	.327

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Uji *Two Independent Samples Tests* (dengan Uji Mann-Whitney)

Test Statistics^a

	KICGnonESOP	ROE	ROA	PBV	DIV
Mann-Whitney U	34.000	31.000	40.000	32.000	38.000
Wilcoxon W	79.000	76.000	85.000	77.000	83.000
Z	-.574	-.839	-.044	-.751	-.223
Asymp. Sig. (2-tailed)	.566	.402	.965	.453	.823
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	.605 ^a	.436 ^a	1.000 ^a	.489 ^a	.863 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: ESOP