

BAB II

LANDASAN TEORI

1.1. Teori Keagenan

Teori keagenan menyangkut hubungan kontraktual antara anggota-anggota di perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) teori keagenan adalah sebuah kontrak antara manager (*agent*) dengan pemilik (*principal*). Agar hubungan kontraktual ini dapat berjalan dengan lancar, pemilik akan mendelegasikan otoritas pembuatan keputusan kepada manajer. Dengan demikian, seorang *agent* wajib mempertanggungjawabkan mandat yang diberikan oleh *principal* kepadanya. Menurut Brigham dan Houston (2006:26) para manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dimana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*).

Menurut Eisenhardt (1989) dalam Ujiyantho dan Pramuka (2007) teori keagenan dilandasi oleh tiga buah asumsi tentang sifat manusia yaitu:

1. Memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*selfinterest*)
2. Memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*)
3. Tidak menyukai risiko (*risk aversion*)

Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan tidak berdasar pada pemaksimalan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Menurut Brigham dan Houston (2006:26), hubungan keagenan dapat timbul pada:

1. Hubungan pemegang saham dengan manajer

Suatu potensi masalah keagenan terjadi ketika manajer dari sebuah perusahaan memiliki kepemilikan saham biasa kurang dari 100 persen di perusahaan tersebut. Jika perusahaan tersebut adalah suatu kepemilikan perseorangan yang dikelola oleh pemiliknya, manajer-pemilik diasumsikan akan mengoperasikannya sehingga akan memaksimalkan kekayaannya sendiri. Akan tetapi jika manajer-pemilik menjual sebagian sahamnya kepada pihak luar (sehingga perusahaannya tidak lagi dimilikinya sendiri), sebuah potensi konflik kepentingan langsung akan terjadi.

Para manajer dapat didorong untuk bertindak demi kepentingan utama dari pemegang saham melalui insentif-insentif yang memberikan imbalan atas setiap kinerja yang baik dan hukuman untuk kinerja yang buruk. Beberapa mekanisme spesifik yang digunakan untuk memotivasi

para manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham antara lain:

- 1) Kompensasi manajerial
- 2) Intervensi langsung oleh pemegang saham
- 3) Ancaman pemecatan
- 4) Ancaman pengambilalihan

2. Hubungan pemegang saham dengan kreditor

Kreditor memiliki klaim atas sebagian laba perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok hutang, dan mereka memiliki klaim atas aset perusahaan di waktu terjadi kebangkrutan. Namun pemegang saham memiliki kendali (melalui manajernya) atas keputusan-keputusan yang memengaruhi profitabilitas dan risiko perusahaan. Sekarang andai kata pemegang saham, (melalui manajer) mengambil suatu proyek besar baru yang jauh lebih berisiko daripada yang diantisipasi oleh para kreditornya. Jika proyek ini berhasil maka seluruh keuntungannya akan diterima oleh pemegang saham, karena pengembalian kreditor ditetapkan pada tingkat risiko rendah yang lama. Namun jika proyek ini gagal, para pemegang utang mungkin harus ikut menanggung kerugiannya, yang sudah jelas tidak menguntungkan bagi kreditor (Brigham dan Houston, 2006:30).

Guna untuk memperkecil konflik keagenan tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya-biaya yang kemudian disebut dengan biaya

keagenan atau *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) mengelompokkan *agency cost* menjadi tiga komponen yaitu:

- 1) *Monitoring cost* yaitu pengeluaran pengawasan dibayar oleh prinsipal untuk mengatur tingkah laku agen.
- 2) *Bonding expenditure* yang diciptakan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak akan mengambil tindakan yang akan merugikan prinsipal.
- 3) *Residual loss* yaitu nilai kerugian yang dialami prinsipal akibat keputusan yang diambil oleh agen, yang menyimpang dari keputusan yang dibuat oleh prinsipal.

1.2. Employee Stock Ownership Program (ESOP)

Employee Stock Ownership Program (ESOP) merupakan program kepemilikan saham oleh karyawan atas saham perusahaan tempat karyawan tersebut bekerja (Bapepam, 2002). Berkembangnya ESOP di Indonesia tidak luput dari sejarah awal berkembangnya *Employee Stock Ownership Plans* (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 karyawan berpartisipasi

dalam kepemilikan saham perusahaan adalah melalui program ESOP tersebut (Bapepam, 2002).

1. Penerapan ESOP di Indonesia

Peraturan pokok yang menjadi acuan dalam praktik dapat memengaruhi implementasi ESOP di Indonesia. Berikut pengaruh implementasi ESOP di Indonesia (Bapepam, 2002):

- 1) Peraturan Bapepam No. IX.A.7 tentang tanggung jawab manajer penjatahan dalam rangka pemesanan dan penjatahan efek dalam penawaran umum yang mengatur bahwa pegawai mendapat prioritas dari penjatahan sampai dengan jumlah paling banyak 10% dari jumlah penawaran umum;
- 2) Peraturan Bapepam No. IX.D.4 tentang penambahan modal tanpa hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD) yang pada pokoknya dikeluarkan untuk memudahkan emiten mengatasi permasalahan keuangannya; mengatur bahwa emiten atau perusahaan publik dapat menambah modal tanpa memberikan hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD) kepada pemegang saham sepanjang ditentukan dalam anggaran dasar jika dalam jangka waktu tiga tahun penambahan modal tersebut sebanyak-banyaknya 5% dari modal disetor. Atas dasar tersebut, banyak Emiten yang menggunakan ketentuan ini untuk menambah modal saham sebesar 5% dari jumlah modal disetor yang sudah ada dalam rangka program ESOP.

Adapun perkembangan pelaksanaan kepemilikan saham oleh karyawan di Indonesia, sebagai berikut:

- 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*, di mana pada penawaran tersebut karyawan memperoleh subsidi ataupun pinjaman yang dijamin oleh perusahaan.
- b) Tahun 1998 – sekarang, perkembangan lebih lanjut mengenai kepemilikan saham oleh karyawan selain penjatahan tetap hasil penawaran umum 10%, kemudian lebih menyerupai suatu program opsi dimana sebelum melakukan penawaran umum (*go public*) karyawan diberi waran yang dapat dilaksanakan pembelian sahamnya dengan harga tertentu di masa yang akan datang yang telah ditentukan periode dan harganya.

2. Sarana-sarana untuk membuat kepemilikan saham oleh karyawan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Tim Studi Penerapan ESOP pada tahun 2002 terdapat beberapa pendekatan yang tersedia bagi perusahaan dalam membuat kepemilikan saham oleh karyawan antara lain:

1) Pemberian Saham (*Stock Grants*)

Pendekatan paling sederhana adalah suatu perusahaan dapat menghibahkan saham perusahaan kepada karyawan-karyawan

yang terpilih. Seringkali, hal ini dilakukan sebagai suatu bentuk kompensasi bonus sebagai penghargaan kepada karyawan atas kinerja yang tinggi. Hibah ini dapat berupa tanpa pembatasan (“*non restricted*”) atau dengan pembatasan (“*restricted*”). Pemberian saham tanpa pembatasan adalah suatu pemberian penghargaan berupa saham, biasanya diberikan kepada karyawan kunci untuk mencapai tujuan keuangan atau tujuan strategis. Pemberian saham dengan pembatasan adalah suatu penghargaan yang terikat dengan syarat–syarat yang harus dipenuhi karyawan.

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

Program Pembelian Saham Oleh Karyawan memungkinkan karyawan membeli saham perusahaan dengan persyaratan yang menguntungkan. Keputusan karyawan untuk membeli saham yang tersedia untuknya adalah sukarela. 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 (biasanya kurang dari 25% dari karyawan yang memenuhi syarat), 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 5 (lima) sampai 10 (sepuluh) tahun dimulai pada tanggal pemberian dan harganya biasanya sama dengan harga pasar wajar saham pada saat pemberian.

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. Saham yang diperoleh dengan program ini dialokasikan kepada akun-akun perorangan yang dikelola untuk masing-masing karyawan yang berpartisipasi. Para karyawan menerima saldo akun mereka setelah pensiun atau pemberhentian oleh perusahaan.

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

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 dalam 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. SARs dan *Phantom Stock* populer bagi perusahaan milik keluarga dimana keluarga tidak menginginkan untuk melepaskan kepemilikan sahamnya.

3. Tujuan ESOP

Menurut Bapepam (2002), ESOP diselenggarakan untuk mencapai beberapa tujuan antara lain sebagai berikut:

- 1) Memberikan penghargaan (*reward*) kepada seluruh pegawai, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya terhadap peningkatan kinerja perusahaan.
- 2) Menciptakan keselarasan kepentingan serta misi pegawai dan pejabat eksekutif dengan kepentingan dan misi pemegang saham. Dengan demikian, tidak ada benturan kepentingan antara pemegang saham dan pihak-pihak yang menjalankan kegiatan usaha perusahaan.
- 3) Meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan terhadap perusahaan karena karyawan juga merupakan pemilik perusahaan sehingga diharapkan dapat meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan.

- 4) Menarik, mempertahankan, dan memotivasi (*attract, retain, and motivate*) pegawai kunci perusahaan dalam rangka peningkatan *shareholders value*.
- 5) Sebagai sarana program sumber daya manusia untuk mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan jangka panjang. Hal ini karena ESOP merupakan bentuk kompensasi yang didasarkan atas prinsip insentif, yaitu ditujukan untuk memberikan pegawai suatu penghargaan yang besarnya dikaitkan dengan ukuran kinerja perusahaan atau *shareholders value*.

Namun terdapat pula tujuan strategis dari kepemilikan saham oleh karyawan ini yaitu (Bapepam, 2002):

- 1) Daya tarik dalam perekrutan dan retensi

Ketika berusaha merekrut karyawan potensial, kemampuan untuk menjanjikan mereka suatu penyertaan ekuitas dapat menjadi suatu sarana. Peluang keuangan berupa kepemilikan ekuitas akan menarik bagi calon karyawan. Begitu juga dengan mempertahankan karyawan lama.

- 2) Peningkatan arus kas

Kompensasi ekuitas seringkali dapat mengganti sebagian kompensasi kas. Sebuah program pembelian saham oleh karyawan dapat secara nyata meningkatkan arus kas perusahaan, pada saat karyawan membayar kas atas saham yang mereka terima.

3) Motivasi dan kinerja

Dalam pemberian saham ini pada umumnya diberikan sesuai dengan kontribusi yang diberikan karyawan terhadap perusahaan. Hal ini tentu saja akan meningkatkan motivasi yang pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja karyawan yang juga semakin meningkat.

4) Pengembangan budaya kelompok

Perusahaan-perusahaan dengan pengalaman kepemilikan karyawan jangka panjang telah menemukan bahwa hal tersebut memberikan dasar yang kuat dalam membangun budaya kerja yang kuat. Setelah dikembangkan dengan tepat, kepemilikan karyawan meningkatkan jiwa kebersamaan dan kerja tim, dimana seluruh karyawan bekerjasama fokus pada tujuan kinerja perusahaan.

5) Memberikan pasar bagi saham pendiri

ESOP dapat memberikan pasar yang menarik bagi saham dari perusahaan tertutup.

6) Alat antisipasi pengambilalihan (*takeover defense*)

Perusahaan-perusahaan yang mempertahankan diri dari pengambilalihan secara tidak bersahabat (*hostile take-over*), menggunakan ESOP untuk mengatasi hal itu. Dalam hal penawaran pengambilalihan telah dilakukan, penggunaan ESOP sebagai alat bela diri menjadi agak terlambat. Namun, apabila ESOP telah dilaksanakan sebelum dimulainya usaha pengambilalihan, ESOP menjadi alat yang efektif untuk mempertahankan diri.

2.3. Kinerja Perusahaan

Bovee, *et al.* (1993) dalam Isbanah (2015) mendefinisikan kinerja sebagai ukuran atau tingkat dimana individu dan organisasi mencapai tujuan dengan efektif dan efisien. Kinerja mampu menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan seluruh sumber daya yang dimilikinya.

Pengukuran kinerja digunakan perusahaan untuk melakukan perbaikan di atas kegiatan operasionalnya agar dapat bersaing dengan perusahaan lain. Bagi investor informasi mengenai kinerja perusahaan dapat digunakan untuk melihat apakah mereka akan mempertahankan investasi mereka di perusahaan tersebut atau mencari alternatif lain. Selain itu pengukuran juga dilakukan untuk memperlihatkan kepada penanam modal maupun pelanggan atau masyarakat secara umum bahwa perusahaan memiliki kreditibilitas yang baik. Kinerja perusahaan dapat dilihat dari kinerja keuangan. Kinerja keuangan dapat dinilai dari laporan keuangan yang telah dipublikasikan perusahaan. Laporan keuangan merupakan produk proses pelaporan keuangan yang diatur oleh standar dan aturan akuntansi, insentif manajer, serta mekanisme pelaksanaan dan pengawasan perusahaan (Subramanyam dan Wild, 2010:79). Investor dapat terlebih dahulu melakukan analisis keuangan untuk melakukan berbagai penilaian.

1. Kinerja Keuangan Operasional

Kinerja keuangan perusahaan merupakan suatu gambaran mengenai kondisi keuangan perusahaan yang meliputi posisi keuangan serta hasil-

hasil yang telah dicapai terus menerus oleh manajemen yang tercermin dalam laporan keuangan dengan menggunakan rasio. Kinerja keuangan perusahaan adalah prestasi atau kemampuan yang dimiliki perusahaan, terutama kemampuan untuk menghasilkan laba (Munawir, 2002 dalam Septarina dan Priyadi, 2013). Terdapat beberapa alat dasar analisis untuk melihat bagaimana kinerja keuangan suatu perusahaan, salah satunya digunakan analisis rasio. Menurut Subramanyam dan Wild (2010:40), analisis rasio merupakan salah satu alat analisis keuangan yang paling populer dan banyak digunakan. Analisis rasio dapat mengungkapkan hubungan penting dan menjadi dasar perbandingan dalam menemukan kondisi dan tren yang sulit dideteksi dengan mempelajari masing-masing komponen yang membentuk rasio. Rasio merupakan alat untuk menyediakan pandangan terhadap kondisi yang mendasari.

1.1. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas adalah rasio yang mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola aktivitya (Horne dan Wachowicz, 2005:212). Rasio ini dapat diukur salah satunya menggunakan *Total Assets Turnover* (TAT). *Total Assets Turnover* didefinisikan sebagai penjualan dibagi dengan rata-rata total aset buku saat ini dan tahun lalu. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk menggunakan aset secara produktif (Borstadt dan Zwirlein, 1995). TAT dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut (Subramanyam dan Wild, 2010:45):

$$TAT = \frac{\text{penjualan}}{\text{rata - rata total aset}}$$

1.2. Rasio Profitabilitas

Laba yang dicapai sesuai target dapat memberikan kesejahteraan bagi *stakeholders*, dapat meningkatkan mutu produk, serta dapat digunakan untuk melakukan investasi baru. Oleh karena itu, manajemen perusahaan dalam praktiknya dituntut harus mampu untuk memenuhi target yang telah ditetapkan. Untuk mengukur tingkat keuntungan suatu perusahaan, digunakan rasio profitabilitas. Profitabilitas adalah hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan yang dilakukan oleh perusahaan. Rasio profitabilitas (*profitability ratio*) akan menunjukkan kombinasi efek dari likuiditas, manajemen aktiva, dan utang pada hasil-hasil operasi (Brigham dan Houston, 2006: 107). Dalam penelitian ini, rasio profitabilitas yang akan digunakan untuk melakukan pengukuran kinerja perusahaan adalah sebagai berikut:

1.2.1. Tingkat Pengembalian Aset (*Return On Assets*)

Pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan *Return On Assets* menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak. ROA adalah rasio

keuntungan bersih setelah pajak untuk menilai tingkat pengembalian aset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini penting bagi pihak manajemen untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam mengelola seluruh aktiva perusahaan (Isbanah, 2015). 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. ROA dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Subramanyam dan Wild, 2010:147):

$$ROA = \frac{\text{operating income} \times (1 - \text{tarif pajak})}{\text{total aktiva}} \times 100\%$$

1.2.2. Tingkat Pengembalian Modal (*Return On Equity*)

Menurut Mardiyanto (2009:196) dalam Isbanah (2015), *Return On Equity* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi para pemegang saham. ROE merupakan salah satu cara untuk menghitung efisiensi perusahaan dengan cara membandingkan laba yang tersedia bagi pemilik modal dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang para pemegang saham. Semakin tinggi rasio ini

berarti semakin efisien penggunaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. ROE dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Subramanyam dan Wild, 2010:44):

$$ROE = \frac{\text{laba bersih}}{\text{rata – rata ekuitas pemegang saham}} \times 100\%$$

1.2.3. Margin Laba Bersih (*Net Profit Margin*)

Menurut Alexandri (2008:200) dalam Isbanah (2015), *Net Profit Margin* adalah rasio yang digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bersih setelah dipotong pajak. Menurut Bastian dan Suhardjono (2006: 299) dalam Isbanah (2015), *net profit margin* adalah perbandingan antara laba bersih dengan penjualan. Semakin besar NPM, maka kinerja perusahaan akan semakin produktif sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Para investor pasar modal perlu mengetahui kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Dengan mengetahui hal tersebut, investor dapat menilai perusahaan itu *profitable* atau tidak. NPM dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Subramanyam dan Wild, 2010:45):

$$NPM = \frac{\text{laba bersih}}{\text{penjualan}} \times 100\%$$

1.3. Rasio Solvabilitas

Rasio ini sering juga disebut dengan rasio *leverage*. Solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya, baik kewajiban keuangan jangka panjang maupun jangka pendek (Subramanyam dan Wild, 2010:46). Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Artinya berapa besar beban utang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan aktiva. Perusahaan dengan rasio *leverage* yang rendah memiliki risiko rugi yang lebih kecil jika kondisi ekonomi sedang menurun, tetapi juga memiliki hasil pengembalian yang lebih rendah jika kondisi ekonomi membaik. Sebaliknya, perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi mengemban risiko rugi yang besar, tetapi juga memiliki kesempatan untuk memperoleh laba yang tinggi. Proses hasil pengembalian yang tinggi memang diinginkan, tetapi para investor umumnya menolak untuk menerima risiko (Isbanah, 2015). Dalam penelitian ini akan menggunakan dua rasio solvabilitas, yaitu:

1.3.1. Rasio Utang terhadap Aset (*Debt to Assets Ratio*)

Menurut Brigham dan Houston (2006:104), *debt to assets ratio* merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur

perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang. Total utang meliputi kewajiban lancar dan utang jangka panjang. Kreditor lebih menyukai rasio utang yang lebih rendah karena semakin rendah angka rasionya, maka semakin besar peredaman dari kerugian yang dialami kreditor jika terjadi likuidasi. Pemegang saham, di lain pihak, mungkin menginginkan lebih banyak *leverage* karena ia akan memperbesar ekspektasi keuntungannya. DAR dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2006: 103):

$$DAR = \frac{\text{total utang}}{\text{total aktiva}}$$

1.3.2. Rasio Utang terhadap Ekuitas (*Debt to Equity Ratio*)

DER dihitung dengan membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar, dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang digunakan untuk jaminan utang. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total utang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditor) dan

semakin tidak menguntungkan, karena akan semakin besar kegagalan yang mungkin terjadi di perusahaan. DER dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Subramanyam dan Wild, 2010:44):

$$DER = \frac{\text{total kewajiban}}{\text{ekuitas pemegang saham}}$$

2. Kinerja Pasar

Kinerja pasar perusahaan dapat diartikan sebagai sejauh mana perusahaan meningkatkan nilai saham perusahaan yang telah diperdagangkan dalam pasar modal (Sudana, 2015:26). Kinerja pasar dapat diukur menggunakan indikator:

2.1. Harga terhadap Nilai Buku (*Price to Book Value*)

Komponen penting lain yang harus diperhatikan dalam analisis kondisi perusahaan adalah *price to book value* yang merupakan salah satu variabel yang dipertimbangkan seorang investor dalam menentukan saham mana yang akan dibeli. Rasio ini digunakan untuk mengetahui harga saham yang ada di pasar dengan cara dibandingkan dengan nilai buku saham. *Price to book value ratio* dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Subramanyam dan Wild, 2010:45):

$$PBV = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{nilai buku per lembar saham}}$$

2.2. Rasio Harga terhadap Laba (*Price to Earning Ratio*)

PER menunjukkan berapa banyak jumlah uang yang rela dikeluarkan oleh para investor untuk membayar setiap dolar laba yang dilaporkan (Brigham dan Houston, 2006:110). Rasio ini digunakan investor untuk mengukur sejauh mana prospek pertumbuhan perusahaan dalam waktu kedepan yang tercermin dari laba saham (Sudana, 2015:26). Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Subramanyam dan Wild, 2010:45):

$$PER = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{laba per saham}}$$

2.3. Tobin's Q (q)

Tobin's Q merupakan rasio dari nilai pasar aset perusahaan yang diukur oleh nilai pasar dari jumlah saham yang beredar dan hutang (*enterprise value*) terhadap *replacement cost* dari aktiva perusahaan (Fiakas, 2005 dalam Sudyanto dan Puspitasari, 2010). Semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Nilai Tobin's q > 1 menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan lebih tinggi dibandingkan nilai buku asetnya, sehingga mengindikasikan perusahaan memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi sehingga nilai perusahaan lebih besar dari

sekedar nilai asetnya (*overvalued*). Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Brealey dan Myers, 1988:660):

$$q = \frac{\text{market value of assets}}{\text{estimated replacement cost}}$$

2.4. Hubungan ESOP dengan Kinerja Perusahaan

Employee Stock Ownership Program adalah suatu program kepemilikan saham perusahaan oleh karyawan dimana secara tidak langsung akan mempengaruhi rasa kepemilikan karyawan terhadap perusahaan itu sendiri. Rasa memiliki tersebutlah yang memotivasi karyawan untuk melakukan sesuatu yang dapat meningkatkan keuntungan perusahaan yang secara langsung akan mempengaruhi kinerja perusahaan yang dapat terlihat dari analisis rasio-rasio keuangan perusahaan.

Hubungan ESOP dengan kinerja perusahaan juga dapat dijelaskan dalam teori keagenan. Teori ini menunjukkan bahwa perusahaan publik dikarakteristikkan dengan biaya agensi tertentu. Biaya ini ditanggung oleh pemegang saham (pemilik sebenarnya dari perusahaan) yang mengandalkan manajer perusahaan (agen) untuk mengelola perusahaan dalam rangka memaksimalkan keuntungan. Akibatnya, terdapat pemisahan kontrol dan kepemilikan. Tingkat manajer menggunakan kemampuan mereka untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham bergantung pada persentase kepemilikan manajer dalam perusahaan (Jensen and Meckling, 1976).

Berdasarkan definisi, ESOP meningkatkan persentase *inside owner* dalam sebuah perusahaan. Pemilik yang baru benar-benar memiliki otoritas pengambilan keputusan, maka berdasarkan teori keagenan, akan dilakukan upaya untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham, dan diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Chang dan Mayers, 1992 dalam Isbanah, 2015). Kepemilikan saham oleh karyawan cenderung berpihak pada manajer *incumbent* dan meningkatkan insentif karyawan sehingga pengaruh ESOP terhadap perusahaan penting (Park and Song, 1995 dalam Isbanah, 2015).

2.5. Penelitian Terdahulu

Mardianti dan Astika (2015) dalam jurnal berjudul “Kinerja Keuangan Perusahaan di Sekitar Pengumuman ESOP dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan” melakukan sebuah penelitian yang bertujuan untuk mengetahui kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman ESOP dan pengaruh perbedaan kinerja yang terjadi pada nilai perusahaan. Mardianti dan Astika (2015) menyimpulkan bahwa ROA dan PBV mengalami peningkatan setelah perusahaan mengadopsi ESOP. Peneliti menggunakan *Paired Sample T-test* dalam melakukan pengujian terhadap hipotesisnya.

Hasil penelitian ini didukung oleh Badan Pengawasan Pasar Modal (Bapepam) pada tahun 2002 dalam penelitiannya yang berjudul “Studi tentang Penerapan ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia”. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi. Dalam penelitian ini menyimpulkan bahwa program

ESOP memberikan manfaat dalam mendorong peningkatan kinerja karyawan dan loyalitas karyawan terhadap perusahaan.

Hasil yang berbeda ditemukan oleh Borstadt dan Zwirlein (1995) dalam penelitiannya yang berjudul “*ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance*”. Hasil dari penelitian yang dilakukan pada 85 perusahaan publik membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan beberapa variabel seperti ROA, TATO dan NPM. Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian Isbanah (2015) yang membuktikan bahwa ESOP tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian lain dilakukan oleh Ngambi dan Oloume (2013) dalam jurnalnya yang berjudul “*Employee Share Ownership and Firm Performance: Evidence from a Sample of Cameroonian Firms*”. Penelitian ini menggunakan dua variabel sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan, yaitu ROA dan ROE. Hasil penelitian tidak dapat memberikan kesimpulan jawaban yang pasti karena ROA dan ROE memiliki hasil yang berbeda. Teknik analisis yang digunakan oleh peneliti untuk menguji hipotesis adalah non parametrik dengan *Wilcoxon signed rank-test*.

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti/Tahun/ Sumber	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Borstadt, Liza dan Zwirlein,	<i>ESOPs in Publicly Held</i>	a. SALES/EMP b. CFL/EMP	<i>Wilcoxon signed</i>	ESOP tidak memperlihatkan

Thomas J (1995), <i>Journal of Financial and Strategic Decisions</i>	<i>Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance</i>	c. TATO d. CFL e. CFL/SALES f. ROA g. NPM	<i>rank-test</i>	perbedaan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan
Bapepam (2002)	Studi Tentang Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia	a. Jumlah Karyawan b. Tingkat Pemahaman terhadap ESOP c. Pengetahuan Jenis ESOP d. Pemahaman terhadap Peraturan yang berkaitan dengan ESOP e. Penggunaan Referensi f. Kendala tertentu yang mempengaruhi penentuan adanya rencana ESOP	<i>Regresion Correlation</i> dengan faktor Anova	ESOP diindikasikan mampu mendorong peningkatan kinerja serta loyalitas karyawan dalam perusahaan
Ngambi, Marcel T. dan Oloume, Frederic (2013), <i>International Journal of Research In Social Sciences</i>	<i>Employee Share Ownership and Firm Performance: Evidence from a Sample of Cameroonian Firms</i>	a. ROA b. ROE	non parametrik dengan <i>Wilcoxon signed rank-test</i>	peneliti tidak dapat menyimpulkan apakah ESOP memiliki kecenderungan untuk meningkatkan dan menurunkan kinerja perusahaan, dikarenakan ROA dan ROE memiliki hasil yang berbeda

Isbanah, Yuyun (2015), Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen	Pengaruh ESOP, Leverage, and Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan di Bursa Efek Indonesia	a. ROA b. ROE c. NPM	Regresi Linier Berganda	Kepemilikan saham oleh karyawan (ESOP) tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan ROA, ROE, dan NPM.
Mardiantari, Ni Putu Eka dan Astika, Ida Bagus Putra (2015), E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana Vol.13 No.2	Kinerja Keuangan Perusahaan di Sekitar Pengumuman ESOP dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan	a. ROA b. PBV	<i>Paired Sample T-test</i>	ESOP di perusahaan mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan pelaksana

2.6. Hipotesis Penelitian

Dari uraian tersebut di atas, maka hipotesis yang akan diteliti dalam penelitian ini dibangun berdasarkan beberapa penelitian terdahulu. Peneliti akan membangun sebuah hipotesis berdasarkan kinerja perusahaan.

Mardiantari dan Astika (2015) melalui jurnal berjudul “Kinerja Keuangan Perusahaan di Sekitar Pengumuman ESOP dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan” membuktikan bahwa pengadopsian ESOP memberikan dampak positif bagi kinerja perusahaan. Peneliti lain yang ikut mendukung hasil penelitian ini adalah Bapepam (2002).

Berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya, Borstadt dan Zwirlein (1995) dalam penelitiannya yang berjudul “*ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance*” membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari adanya pengadopsian ESOP terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh beberapa peneliti lain yang memberikan hasil serupa, yaitu: Isbanah (2015) dan Letlora (2012).

Dari beberapa penelitian tersebut di atas, maka dalam penelitian ini peneliti membentuk hipotesis sebagai berikut:

H₁: terdapat perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah implementasi *Employee Stock Ownership Program*