

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Agency Theory*

Agency theory (teori keagenan) merupakan suatu hubungan yang berdasarkan pada kontrak yang terjadi antar anggota-anggota dalam perusahaan, yakni antara *principal* (pemilik) dan *agent* (agen) sebagai pelaku utama (Jensen & Meckling, 1976 dalam Ujjiyantho & Pramuka, 2007). Pemilik merupakan pihak yang memberikan mandat kepada agen untuk bertindak atas nama pemilik, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi mandat oleh pemilik untuk menjalankan perusahaan. Dalam penelitiannya, Jensen & Meckling (1976) dalam Ujjiyantho & Pramuka (2007) juga menyatakan bahwa hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih *principal* mempekerjakan *agent* untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut. Dengan demikian, seorang *agent* wajib untuk mempertanggungjawabkan mandat yang diberikan oleh *principal* kepadanya.

Dalam perusahaan, hubungan antara *principal* dan *agent* diwujudkan dalam hubungan antara pemegang saham dan manajer (Schroeder *et al*, dalam Christiawan dan Tarigan, 2007). Pemegang saham berperan sebagai *principal* sementara manajer berperan sebagai *agent*. Hubungan ini menimbulkan suatu kontrak antara pemegang saham dan manajer. Hubungan kontrak ini

memungkinkan terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) antara pemegang saham dan manajer (Ross, Westerfield, Jaffe, 2010:13). Manajer sebagai pihak yang mengelola kegiatan perusahaan sehari-hari memiliki lebih banyak informasi internal dibandingkan pemilik (pemegang saham). Manajer berkewajiban untuk 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 dalam Setyaningrum, 2013).

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).

Menurut Scott (2000) dalam Rahmawati, Suparno, dan Qomariyah (2007), terdapat dua macam asimetris informasi, yaitu:

1. ***Adverse selection***, yaitu suatu kondisi dimana para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak informasi mengenai keadaan dan prospek perusahaan dibanding pihak luar (investor). Manajer hanya menyampaikan informasi

secukupnya dan tidak menyampaikan informasi penting lainnya yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan para pemegang saham.

2. **Moral hazard**, yaitu suatu kondisi dimana kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman, sehingga manajer dapat melakukan tindakan di luar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan etika.

Menurut Sartono (2011) dalam Pandansari (2011), terdapat beberapa mekanisme khusus yang dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar kembali bertindak sesuai kepentingan pemegang saham, yakni:

- a. Kompensasi Manajerial

Ada beberapa jenis kompensasi yang biasanya diberikan kepada karyawan yakni berupa gaji yang diperoleh karyawan setiap bulannya, bonus yang diberikan pada akhir tahun dan jumlahnya tergantung pada profitabilitas perusahaan selama tahun berjalan, serta berupa opsi untuk membeli saham atau lembar saham sebagai imbalan atas kinerja jangka panjang.

Opsi saham dapat diberikan melalui *Employee Stock Option Plans* (ESOPs). Menurut Brenner *et al*, (2000) ESOP merupakan langkah efektif untuk mempersempit masalah keagenan dan

menurunkan *agency cost* melalui penyejajaran kepentingan para eksekutif dengan para pemegang saham.

Pemberian opsi saham ini diharapkan dapat mengatasi konflik yang terjadi berkaitan dengan masalah keagenan serta dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan diikuti dengan peningkatan harga saham. Dengan demikian, kemakmuran pemegang saham juga dapat meningkat.

- b. Intervensi Langsung dari Pemegang Saham
- c. Ancaman Pemutusan Hubungan Kerja (PHK)
- d. Ancaman Pengambilalihan secara Paksa

2.2 Employee Stock Ownership Program

Employee Stock Ownership Program (ESOP) pertama kali dipelopori oleh Louis Kelso, seorang ahli hukum dan *investment banker* asal Amerika Serikat melalui program *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs), *Employee Stock Purchase Plans*, dan *Stock Option Plans* (Bapepam, 2002). Program ini kemudian semakin dikenal di dunia dan mulai diadopsi oleh negara-negara lain. ESOP berarti suatu program kepemilikan saham dimana perusahaan memberikan atau menjual sahamnya kepada karyawan dengan jumlah yang terbatas. ESOP diindikasikan mampu mengantisipasi perpindahan kepemilikan serta meningkatkan nilai perusahaan lewat pengembalian saham (Anwar & Baridwan, 2006).

Bapepam (2002) mendefinisikan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) sebagai suatu program kepemilikan saham atas saham perusahaan oleh karyawan dimana karyawan tersebut bekerja. Tujuan diselenggarakannya program ESOP antara lain adalah sebagai berikut (Bapepam, 2000):

- a. Memberikan penghargaan (*reward*) kepada seluruh pegawai, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya terhadap meningkatnya kinerja perusahaan;
- b. Menciptakan keselarasan (*allignment*) antara kepentingan dan misi dari pegawai dan pejabat eksekutif dengan kepentingan dan misi pemegang saham, sehingga tidak terjadi benturan kepentingan antara pemegang saham dan pihak-pihak yang menjalankan kegiatan usaha perusahaan;
- c. Meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan terhadap perusahaan karena mereka juga merupakan pemilik perusahaan, sehingga diharapkan akan meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan;
- d. Menarik, mempertahankan, dan memotivasi (*attract, retain, and motivate*) pegawai kunci perusahaan dalam rangka peningkatan *shareholders' value*;
- e. Sebagai sarana program sumber daya manusia untuk mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan jangka panjang, karena ESOP pada dasarnya merupakan bentuk kompensasi yang didasarkan atas

prinsip insentif, yaitu ditujukan untuk memberikan pegawai suatu penghargaan yang besarnya dikaitkan dengan ukuran kinerja perusahaan atau *shareholders' value*.

Ada pula tujuan strategis dari dilaksanakannya ESOP dalam perusahaan (Bapepam, 2000), yaitu:

1. Menjadi daya tarik dalam proses perekrutan dan retensi karyawan

Karyawan potensial dan tenaga kerja terampil tentu saja diinginkan oleh banyak pengusaha untuk dapat bekerja di perusahaannya. Merekapun menjadi incaran banyak perusahaan yang kemudian menimbulkan persaingan dalam pasar tenaga kerja. Program ESOP yang menawarkan kepemilikan ekuitas bagi karyawan tentu dapat menjadi sarana untuk memperoleh serta mempertahankan karyawan potensial dan tenaga terampil tersebut, yakni yang merupakan orang-orang berbakat dan cerdas dalam bidangnya. Peluang yang menawarkan kepemilikan atas ekuitas perusahaan dan penyertaan modal tentu menjadi daya tarik tersendiri bagi karyawan.

2. Dapat meningkatkan arus kas

Program pembelian saham oleh karyawan dapat meningkatkan arus kas pada saat karyawan melakukan kontribusi kas di saat mereka membayar

saham yang mereka beli. Kompensasi ekuitas seringkali dapat menggantikan kompensasi kas.

3. Memberikan motivasi dan meningkatkan kinerja

Dengan adanya kepemilikan saham oleh karyawan, karyawan akan terdorong untuk berusaha melakukan usaha terbaiknya yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja atas perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena dengan dimilikinya saham oleh karyawan, berarti karyawan juga menjadi salah satu pemegang saham yang akan memperoleh dividen pada saat laba diumumkan.

4. Pengembangan budaya kelompok

Program kepemilikan karyawan dalam jangka panjang telah terbukti mampu meningkatkan jiwa kebersamaan dan kerjasama tim dalam perusahaan. Hal ini kemudian menjadi budaya dalam organisasi. Seluruh karyawan akan bersatu dan bekerjasama untuk fokus pada tujuan peningkatan kinerja perusahaan. Karyawan juga menjadi lebih peka terhadap kebutuhan perusahaan dan mengambil keputusan sebagaimana seorang pemilik bertindak.

5. Memberikan pasar bagi saham pendiri

Bagi perusahaan yang tidak melakukan *go public* (perusahaan tertutup), ESOP dapat menciptakan pasar tersendiri, yakni jual beli saham antar para pemangku kepentingan.

6. Sebagai alat untukantisipasi pengambilalihan (*takeover defense*)

Perusahaan yang menghadapi masalah mengenai pengambilalihan secara tidak bersahabat (*hostile take-over*), dapat menggunakan ESOP sebagai alat untuk mempertahankan diri. Program ESOP yang berarti kepemilikan saham oleh *stakeholder* perusahaan, berarti bahwa saham dimiliki oleh banyak orang dalam satu perusahaan. Hal ini membuat pengambilalihan menjadi lebih sulit karena harus melalui persetujuan banyak orang yang memegang saham. Tentu saja, ESOP menjadi alat yang efektif dalam usaha untuk mempertahankan diri dari pengambilalihan secara tidak bersahabat.

Adapun perkembangan pelaksanaan kepemilikan saham oleh karyawan di Indonesia adalah sebagai berikut (Bapepam, 2002):

a. Sebelum tahun 1998

Pada awalnya, ESOP yang dilaksanakan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia berkembang dalam bentuk alokasi saham pada saat perusahaan *go public*, dimana pada penawaran tersebut

karyawan memperoleh subsidi ataupun pinjaman yang dijamin oleh perusahaan. Sehingga, pelaksanaan ESOP pada saat itu dapat disimpulkan lebih merupakan sebuah *stock allocation scheme*.

b. Tahun 1998 – sekarang

Program kepemilikan saham oleh karyawan kemudian mengalami perkembangan dalam pelaksanaannya di Indonesia. Program ESOP kemudian menyerupai suatu program opsi dimana sebelum melakukan penawaran umum (*go public*) karyawan diberi warant yang dapat dilaksanakan pembelian sahamnya dengan harga tertentu di masa yang akan datang yang telah ditentukan periode dan harganya.

Terdapat beberapa sarana atau pendekatan yang biasanya digunakan perusahaan untuk menerapkan program ini yaitu (Baepam, 2000):

1. Pemberian Saham (*Stock Grants*)

Stock Grant berarti perusahaan menghibahkan saham milik perusahaan kepada karyawan-karyawan yang terpilih sebagai bentuk dari kompensasi berupa bonus. Hibah ini dapat berupa hibah tanpa pembatasan (*non restricted*) dan hibah dengan pembatasan (*restricted*).

- a. Pemberian saham tanpa pembatasan (*non restricted*) merupakan suatu pemberian penghargaan berupa saham. Biasanya, pemberian saham tanpa pembatasan diberikan kepada karyawan kunci untuk mencapai tujuan keuangan atau tujuan strategis perusahaan.
- b. Pemberian saham dengan pembatasan (*restricted*) merupakan suatu penghargaan yang terikat dengan syarat-syarat yang harus dipenuhi oleh karyawan yang memperolehnya. Pembatasan yang paling umum adalah adanya jadwal tunggu berdasarkan waktu, yang mengharuskan karyawan untuk tetap di perusahaan selama suatu jangka waktu tertentu sebelum seluruh kepemilikan atas seluruh sahamnya ditransfer.

Program ini memiliki beberapa kelebihan dan kekurangan (Bapepam, 2000), yakni:

Kelebihan :

- a. *Stock grant* dapat menjadi suatu alat retensi karyawan yang efektif karena adanya ketentuan *vesting*;
- b. Pengimplementasian program *Stock grant* sangat sederhana dan mudah dipahami oleh karyawan;
- c. Memberikan suatu cara bagi perusahaan untuk membayar insentif yang terkait dengan kinerja tanpa menggunakan sumber daya kas;

- d. Program ini memberikan suatu partisipasi modal kepada karyawan di perusahaan.

Sementara beberapa kekurangan yang dimiliki program ini, antara lain:

- a. Memberikan hak suara kepada karyawan;
- b. Selama tidak diharuskan menginvestasikan kas pribadi, karyawan mungkin tidak merasakan nilai kepemilikan yang sebenarnya;
- c. Dapat menyebabkan masalah arus kas bagi karyawan sebagai akibat dari konsekuensi pajak dari penerimaan *stock grant*;
- d. Mengakibatkan pengakuan beban kompensasi bagi perusahaan

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

Direct Employee Stock Purchase Plans merupakan suatu program dimana karyawan dapat membeli saham milik perusahaan dengan persyaratan yang menguntungkan. Program ini memungkinkan karyawan untuk membayar saham yang ia beli melalui pemotongan gaji. Namun, program ini mengharuskan karyawan untuk melakukan pembayaran dimuka (*up front*).

Hal ini membuat program pembelian saham oleh karyawan secara umum kurang populer di perusahaan yang ada di Indonesia (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*)

Pada *Stock Option Plans*, perusahaan memberikan hak kontraktual atau opsi kepada karyawan secara perorangan. Hak kontraktual atau opsi tersebut merupakan hak untuk membeli saham perusahaan pada suatu jumlah tertentu sepanjang periode waktu tertentu. Karyawan dapat membayar saham dengan harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian.

Apabila harga saham perusahaan mengalami peningkatan dalam tahun-tahun setelah pemberian, maka karyawan akan memperoleh keuntungan, yakni dengan membeli saham pada harga yang lebih rendah yaitu harga yang berlaku pada waktu pemberian dan kemudian dapat menjualnya dengan harga yang lebih tinggi, setelah harga saham meningkat sebagai dampak peningkatan kinerja perusahaan.

Program opsi saham ditawarkan kepada karyawan sebagai bentuk imbalan dan balas jasa karyawan yang dikompensasi, diukur,

dan diakui sebesar nilai wajar instrumen ekuitas yang bersangkutan. Nilai suatu opsi saham bagi karyawan sifatnya terkait pada kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

4. *Employee Stock Ownership Plans (ESOPs)*

Employee Stock Ownership Plans (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.

Sarana yang digunakan untuk memberikan kesempatan berpartisipasi dalam kepemilikan saham perusahaan adalah melalui program ESOPs. Program ESOPs merupakan program kompensasi berbasis ekuitas (saham) yang diberikan karyawan atas kinerja yang diberikannya terhadap perusahaan.

Terdapat dua tipe dalam pelaksanaan ESOP (Lapin, 1988 dalam Pandansari, 2011) yaitu :

a. *Nonleverage ESOP*

Pelaksanaan ESOP dimana saham yang diperoleh karyawan adalah merupakan bonus yang diberikan perusahaan terhadap kinerja yang diberikan atau untuk mendapatkannya karyawan dapat membelinya dengan uang kontan yang didapat dari dana pensiun yang diberikan perusahaan yang disimpan di akun *trust*.

b. **Leverage ESOP**

Tipe ESOP yang lain adalah karyawan menggunakan dana pinjaman kepada perusahaan untuk membeli saham tersebut.

Secara singkat digambarkan, jenis *Leveraged* ESOPs bekerja dalam empat tahap (Bapepam, 2002) sebagai berikut :

- a) Tahap Pertama: nilai pasar wajar saham pemilik ditentukan melalui jasa seorang profesional, konsultan penilai independen.
- b) Tahap Kedua: perusahaan membentuk suatu ESOPs, yang meliputi pembentukan suatu *Trust* yang akan memegang saham yang akan dibeli oleh para karyawan. Orang atau institusi yang ditunjuk oleh perusahaan akan bertindak sebagai *trustee*;
- c) Tahap Ketiga: *Trustee* meminjam uang dari sebuah bank atau kreditur lainnya, menggunakan kredit perusahaan sebagai penjamin;
- d) Tahap Keempat: *Trustee* mewakili pemilik dengan sebuah cek untuk harga beli dan pemilik mentransfer sahamnya kepada *trust*. Kemudian, setelah perusahaan membayar kembali pinjaman ESOPs, saham tersebut dialokasikan kepada akun-akun perorangan yang telah dibentuk oleh *trust* untuk masing-masing karyawan.

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

Stock Appreciation Rights (SARs) dan *Phantom Stock* adalah penangguhan kompensasi yang khusus dan alat kompensasi insentif yang dirancang untuk memberikan keuntungan ekonomis atas kepemilikan saham kepada karyawan, tanpa disertai terjadinya transfer saham sesungguhnya.

Suatu program SARs merupakan hibah kepada 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 dikalangan perusahaan milik keluarga yang keluarganya tidak ingin melepaskan kepemilikan sahamnya.

Selain *Employee Stock Ownership Program (ESOP)* yang berarti perusahaan memberikan opsi saham kepada seluruh karyawan yang terpilih, program opsi ini juga dapat dilakukan dengan hanya memilih jajaran

manajemen saja dalam pemberian opsi saham. Apabila diberikan hanya kepada jajaran manajerial, maka program opsi ini disebut dengan *Management Stock Ownership Program* (MSOP). Banyak perusahaan terbuka di Indonesia yang seringkali tidak memberikan opsi saham kepada seluruh karyawan, namun hanya kepada jajaran manajemen saja. Oleh karena itu, MSOP merupakan bagian dari pelaksanaan ESOP. Hal yang membedakan ESOP dengan MSOP hanyalah kepada siapa saja program opsi saham ini diberikan oleh perusahaan.

Selain ESOP dan MSOP, perusahaan juga seringkali menyebut MESOP atau EMSOP dalam laporan keuangan. Dalam pelaksanaannya, tidak terdapat perbedaan antar program selain target sasaran pemberian opsi saham dalam perusahaan. Dalam penelitian ini, yang dimaksud peneliti dengan ESOP adalah termasuk MSOP, MESOP, dan EMSOP, yakni pemberian opsi saham kepada orang dalam perusahaan, baik karyawan terpilih maupun jajaran manajerial.

2.3 Kinerja Perusahaan

Bovee, *et al.*, (1993) dalam Isbanah (2012) mendefinisikan kinerja sebagai ukuran atau tingkat dimana individu dan organisasi mencapai tujuan dengan efektif dan efisien. Penilaian terhadap kinerja perusahaan penting untuk dilakukan karena dapat menjadi pedoman dalam mengukur keberhasilan suatu perusahaan. Kinerja mampu menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan seluruh sumber daya yang dimilikinya. Kinerja menjadi hal yang sangat penting yang harus dicapai oleh setiap perusahaan.

Menteri Keuangan RI berdasarkan Keputusan No. 740/KMKOO/1089 tanggal 30 Juni 1989, menyatakan bahwa yang dimaksud dengan kinerja adalah prestasi perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan dari perusahaan tersebut (Isbanah, 2012). Perusahaan yang terindikasi sehat tentu saja dapat memberikan laba bagi para pemilik modal serta meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Untuk itu, perlu dilakukan penilaian terhadap kinerja untuk dapat memperoleh ukuran kesehatan dan keberhasilan suatu perusahaan.

Tujuan pokok dilakukannya penilaian kinerja adalah untuk memotivasi para karyawan dalam mencapai sasaran organisasi dan dalam mematuhi standar perilaku yang telah ditetapkan sebelumnya, agar membuahkan tindakan dan hasil yang diharapkan. Standar perilaku dapat berupa kebijakan manajemen atau rencana formal yang dituangkan dalam anggaran.

Informasi mengenai kinerja perusahaan, khususnya profitabilitas, diperlukan untuk menilai perubahan potensi sumber daya ekonomi yang mungkin dikendalikan di masa depan. Informasi kinerja bermanfaat untuk memprediksi kapasitas perusahaan dalam menghasilkan arus kas dari sumber daya yang ada. Disamping itu, informasi tersebut juga berguna dalam perumusan pertimbangan tentang efektifitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya (Standar Akuntansi Keuangan, 2007)

Kinerja perusahaan terlihat dengan jelas melalui kinerja keuangan yang telah dipublikasikan perusahaan. Investor dapat terlebih dahulu melakukan analisis keuangan untuk melakukan berbagai penilaian. Menurut Subramanyam & Wild (2010:40), analisis rasio merupakan salah satu alat analisis keuangan yang paling populer dan banyak digunakan. Rasio merupakan alat untuk menyediakan pandangan terhadap kondisi yang mendasari. Ada beberapa jenis rasio keuangan, yakni:

1. Likuiditas (Subramanyam & Wild, 2010:44)

a. Rasio Lancar (*current ratio*)

$$\text{Rasio Lancar} = \frac{\text{aset lancar}}{\text{kewajiban lancar}}$$

b. Rasio Cepat (*acid test ratio*)

$$\text{Rasio Cepat} = \frac{\text{kas} + \text{setara kas} + \text{surat berharga} + \text{piutang}}{\text{kewajiban lancar}}$$

c. Waktu Penagihan (*collection period*)

$$\text{Waktu Penagihan} = \frac{\text{piutang rata - rata}}{(\text{penjualan}/360)}$$

d. Jumlah Hari untuk Menjual Persediaan (*days to sell inventory*)

$$\text{Jumlah Hari Menjual Persediaan} = \frac{\text{persediaan rata - rata}}{(\text{harga pokok penjualan}/360)}$$

2. Struktur Modal dan Solvabilitas (Subramanyam & Wild, 2010:44)

a. Total Utang terhadap Ekuitas (*total debt to equity*)

$$\text{Total Utang terhadap Ekuitas} = \frac{\text{total kewajiban}}{\text{ekuitas pemegang saham}}$$

- b. Utang Jangka Panjang terhadap Ekuitas (*long term debt to equity*)

$$\text{Utang Jangka Panjang terhadap Ekuitas} = \frac{\text{kewajiban jangka panjang}}{\text{ekuitas pemegang saham}}$$

- c. Kelipatan Bunga dihasilkan (*time interest earned*)

$$\text{Kelipatan Bunga dihasilkan} = \frac{\text{laba sebelum pajak dan beban bunga}}{\text{beban bunga}}$$

3. Tingkat Pengembalian Investasi (ICMD)

- a. Tingkat Pengembalian Investasi (*return on investment*)

$$ROI = \frac{\text{profit after tax}}{\text{total assets}}$$

- b. Tingkat Pengembalian Aset (*return on assets*)

$$ROA = \frac{\text{earning before interest and taxes}}{\text{total assets}}$$

- c. Tingkat Pengembalian Modal (*return on common equity*)

$$ROE = \frac{\text{profit after tax}}{\text{equity}}$$

4. Kinerja Operasi (Subramanyam & Wild, 2010:44)

- a. Margin Laba Kotor (*gross profit margin*)

$$GPM = \frac{\text{penjualan} - \text{harga pokok penjualan}}{\text{penjualan}}$$

- b. Margin Laba Operasi (*operating profit margin*)

$$OPM = \frac{\text{laba bersih}}{\text{rata - rata ekuitas pemegang saham}}$$

- c. Margin Laba Bersih (*net profit margin*)

$$NPM = \frac{\text{laba bersih}}{\text{penjualan}}$$

5. Pemanfaatan Aset (Subramanyam & Wild, 2010:44)

- a. Perputaran Kas (*cash turnover*)

$$\text{Perputaran Kas} = \frac{\text{penjualan}}{\text{rata - rata kas dan setara kas}}$$

- b. Perputaran Piutang Usaha (*account receivable turnover*)

$$\text{Perputaran Piutang Usaha} = \frac{\text{penjualan}}{\text{rata - rata piutang}}$$

- c. Perputaran Persediaan (*inventory turnover*)

$$\text{Perputaran Persediaan} = \frac{\text{harga pokok penjualan}}{\text{rata - rata persediaan}}$$

- d. Perputaran Modal Kerja (*working capital turnover*)

$$\text{Perputaran Modal Kerja} = \frac{\text{penjualan}}{\text{rata - rata modal kerja}}$$

- e. Perputaran Aset Tetap (*PPE turnover*)

$$\text{Perputaran Aset Tetap} = \frac{\text{penjualan}}{\text{rata - rata aset tetap}}$$

- f. Perputaran Total Aset (*total asset turnover*)

$$\text{Perputaran Total Aset} = \frac{\text{penjualan}}{\text{rata - rata total aset}}$$

6. Ukuran Pasar (*market measure*)

- a. Rasio Harga terhadap Laba (*price-to-earning ratio*)

$$\text{Rasio Harga terhadap Laba} = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{laba per saham}}$$

- b. Hasil Laba (*earning yield*)

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

- c. Hasil Dividen (*dividend yield*)

$$\text{Hasil Dividen} = \frac{\text{dividen tunai per saham}}{\text{harga pasar per lembar saham}}$$

- d. Tingkat Pembayaran Dividen (*dividend payout ratio*)

$$\text{Tingkat Pembayaran Dividen} = \frac{\text{dividen tunai per saham}}{\text{laba per saham}}$$

- e. Harga terhadap Nilai Buku (*price-to-book*)

$$\text{Harga terhadap Nilai Buku} = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{nilai buku per lembar saham}}$$

Melalui rasio-rasio di atas, calon investor dapat melakukan berbagai analisis, yakni (Subramanyam & Wild, 2010:46):

1. Analisis Kredit

Analisis kredit dapat dilakukan dengan menggunakan rasio yang berfokus pada likuiditas. Likuiditas merujuk pada kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendeknya. Ada beberapa rasio yang penting dalam likuiditas, yakni:

- a. Rasio lancar, berarti ketersediaan aset lancar untuk memenuhi kewajiban lancar atau kewajiban yang jatuh tempo saat ini.

- b. Rasio cepat, merupakan pengujian yang lebih ketat atas likuiditas jangka pendek. Rasio cepat hanya menggunakan aset lancar yang paling likuid, yakni kas, investasi jangka pendek, dan piutang.
- c. Waktu penagihan, merupakan informasi tambahan yang berguna dalam penilaian likuiditas. Waktu penagihan menghitung rentang waktu yang dibutuhkan untuk mengubah piutang menjadi kas.
- d. Jumlah hari menjual persediaan, juga merupakan informasi tambahan dalam melakukan penilaian likuiditas. Jumlah hari menjual persediaan menghitung rentang waktu yang dibutuhkan untuk mengubah persediaan menjadi kas.

2. Analisis Solvabilitas

Solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Dalam melakukan analisis solvabilitas, perlu memperhatikan struktur modal dan solvabilitasnya.

3. Analisis Profitabilitas

Menurut Honre & Wachowicz (1995) dalam Ahmar (2002), rasio profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan seperti *profit margin on sales*, *return on total assets*, *return on net worth*, dan lain sebagainya.

4. Valuasi (*valuation*)

Menurut Subramanyam dan Wild (2010:47), valuasi merupakan hasil penting dari berbagai jenis analisis bisnis dan laporan keuangan. Valuasi biasanya mengacu pada estimasi nilai intrinsik sebuah perusahaan atau sahamnya. Dalam mengukur valuasi perusahaan, investor dapat memperhatikan rasio-rasio pada ukuran pasar (*market measure*).

Menurut Asmaranti (2011), perusahaan harus mempunyai strategi yang tepat agar konsumen selalu memilih produknya. Dengan demikian, perusahaan dapat pula memenangkan pasar persaingan. Untuk itu, perusahaan perlu memperhatikan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi penjualan, antara lain (Asmaranti, 2011):

1. Faktor Intern

Faktor intern merupakan faktor yang berasal dari dalam perusahaan. Faktor ini menyangkut kebijaksanaan dan keputusan perusahaan dalam bidang *marketing* dan faktor lain yang meliputi: kapasitas produk, mutu layanan, modal, jenis produk baru/lama, pengurus, dan keanggotaan (tenaga kerja).

2. Faktor Ekstern

Faktor ekstern adalah faktor yang berasal dari luar perusahaan, yaitu keadaan perekonomian, permintaan konsumen, persaingan, dan kebijakan pemerintah.

Dalam penelitiannya, Asmaranti (2011) menyatakan bahwa dengan mengetahui faktor-faktor tersebut, perusahaan akan mampu menjual produk dalam jumlah yang besar, sehingga volume penjualan akan turut mengalami peningkatan. Apabila volume penjualan meningkat, maka laba perusahaan akan meningkat pula dan pada akhirnya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan, sehingga mendukung kinerja perusahaan secara lebih baik. Dalam beberapa literatur menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan sinyal utama untuk strategi perusahaan dalam tahap siklus hidup organisasi.

Menurut Haikal (2003) dalam Wiratma & Kristanto (2010), *Sales Growth* merupakan proses untuk mengidentifikasi tingkat penjualan pada tahun tertentu. Rasio ini digunakan untuk menilai kinerja perusahaan dalam hal pendapatan penjualan yang diperoleh setiap tahunnya. *Sales Growth* dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Haikal, 2003 dalam Wiratma & Kristanto, 2010):

$$\text{Sales growth} = \frac{(\text{Current Period Net Sales} - \text{Prior Period Net Sales})}{\text{Prior Period Net Sales}} \times 100$$

Tujuan dilakukannya penilaian kinerja perusahaan adalah sebagai berikut (Silalahi, 2014):

- a. Untuk mengetahui tingkat likuiditas perusahaan, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang harus segera dipenuhi atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi keuangannya pada saat ditagih,
- b. Untuk mengetahui tingkat solvabilitas perusahaan, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi baik kewajiban keuangan jangka pendek maupun jangka panjang,
- c. Untuk mengetahui tingkat rentabilitas atau profitabilitas perusahaan, yaitu menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu,
- d. Untuk mengetahui tingkat stabilitas usaha, yaitu kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya secara stabil. Kemampuan ini diukur dengan mempertimbangkan berbagai kemampuan, yakni kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga dan hutang pokok tepat waktu, serta kemampuan perusahaan dalam membayar dividen kepada para pemegang saham secara teratur tanpa mengalami krisis keuangan.

Dalam penelitian ini, rasio-rasio yang akan digunakan untuk melakukan pengukuran kinerja perusahaan adalah sebagai berikut:

a. Tingkat Pengembalian Investasi (*return on investment*)

ROI merupakan ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian investasi dalam bentuk aset yang dimiliki oleh perusahaan. Melalui ROI, dapat diketahui berapa besar keuntungan yang diperoleh atas investasi yang telah ditanam dan yang dapat dikembalikan berupa laba. Rumus ROI adalah sebagai berikut:

$$ROI = \frac{\textit{profit after tax}}{\textit{total assets}}$$

b. Tingkat Pengembalian Aset (*return on assets*)

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 & Wild, 2010:46):

$$ROA = \frac{\textit{earning before interest and taxes}}{\textit{total assets}}$$

c. Tingkat Pengembalian Modal (*return on common equity*)

Return On Common Equity (ROCE) atau lebih sering disebut *Return On Equity* (ROE) merupakan salah satu cara untuk menghitung

efisiensi perusahaan dengan cara membandingkan laba yang tersedia bagi pemilik modal sendiri dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang para pemegang saham. Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Subramanyam & Wild, 2010:46):

$$ROE = \frac{\text{profit after tax}}{\text{equity}}$$

d. Margin Laba Bersih (*net profit margin*)

Net Profit Margin (NPM) adalah hubungan antara laba bersih setelah pajak dengan penjualan. NPM dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Subramanyam & Wild, 2010:44):

$$NPM = \frac{\text{laba bersih}}{\text{penjualan}}$$

e. Pertumbuhan Penjualan (*sales growth*)

Menurut Haikal (2003) dalam Wiratma (2010), *Sales Growth* merupakan proses untuk mengidentifikasi tingkat penjualan dari tahun tertentu. Rasio ini digunakan untuk menilai kinerja perusahaan dalam hal pendapatan penjualan yang diperoleh setiap tahunnya. *Sales Growth* dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Haikal, 2003 dalam Wiratma 2010):

$$\text{Sales growth} = \frac{(\text{Current Period Net Sales} - \text{Prior Period Net Sales})}{\text{Prior Period Net Sales}} \times 100$$

2.4 Nilai Perusahaan

Ada beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan yakni sebagai berikut (Christiawan dan Tarigan, 2007):

- a. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif.
- b. Nilai pasar, sering disebut kurs adalah harga yang terjadi sebagai hasil dari proses tawar-menawar yang terjadi di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan apabila perusahaan melakukan *go public* dan saham perusahaan dijual di pasar saham.
- c. Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.
- d. Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan konsep dasar akuntansi. Secara sederhana, nilai buku dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva dan total utang dengan jumlah saham yang beredar.

e. Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai sisa itu merupakan bagian para pemegang saham. Nilai likuidasi bisa dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi. Apabila mekanisme pasar berjalan dengan baik, maka harga saham tidak mungkin berada di bawah nilai likuidasi. Karena nilai likuidasi ini hanya dihitung apabila perusahaan akan dilikuidasi.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Christiawan dan Tarigan (2007), biasanya investor akan melakukan perkiraan batas bawah harga saham. Untuk itu, investor dapat menggunakan nilai buku sebagai batas aman dalam mengukur nilai perusahaan untuk keperluan investasi.

Namun demikian ada beberapa hal yang perlu untuk diperhatikan dalam memahami konsep nilai buku ini, yakni (Christiawan dan Tarigan, 2007):

- a. Pertama, sebagian besar aset dinilai dalam nilai historis. Oleh karena itu, beberapa aset memiliki nilai jual yang jauh lebih tinggi daripada nilai bukunya.
- b. Kedua, terkadang dalam akun aset terdapat aktiva tak berwujud, yang seringkali tidak memiliki nilai jual dalam likuidasi.

- c. Ketiga, nilai buku sangat dipengaruhi oleh metode dan estimasi akuntansi seperti metode penyusutan aktiva tetap, metode penilaian persediaan, dan lain-lain.
- d. Keempat, adanya kemungkinan akan munculnya kewajiban-kewajiban yang tidak tercatat dalam laporan keuangan karena belum terdapat aturan yang mengatur pelaporannya oleh standar akuntansi keuangan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa pendekatan dengan konsep nilai intrinsik merupakan pendekatan yang paling representatif untuk menentukan nilai perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007). Namun terdapat beberapa kelemahan dalam penggunaan pendekatan ini. Untuk melakukan perkiraan terhadap nilai intrinsik merupakan hal yang sangat sulit dilaksanakan, sebab untuk dapat menentukannya, dibutuhkan kemampuan untuk melakukan identifikasi variabel-variabel apa saja yang berpengaruh secara signifikan dalam menentukan keuntungan suatu perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007). Setiap perusahaan mempunyai variabel yang berbeda-beda. Selain itu, penentuan nilai intrinsik juga membutuhkan kemampuan untuk memprediksi arah kecenderungan yang akan terjadi di kemudian hari.

Oleh karena itu, nilai pasar menjadi pendekatan yang paling mungkin untuk digunakan. Hal ini berkaitan dengan alasan kemudahan dalam

memperoleh data juga didasarkan pada penilaian yang moderat. Karyawan yang sekaligus merupakan pemegang saham akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya individu sebagai salah seorang pemegang saham akan turut mengalami peningkatan pula (Christiawan dan Tarigan, 2007).

Dalam penelitian ini, rasio-rasio yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah:

a. Harga terhadap Nilai Buku (*price book value ratio*)

Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio Harga terhadap Nilai Buku (*price book value*). *Price book value ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui harga saham yang ada di pasar dengan cara dibandingkan dengan nilai buku saham. Hasil *price book value ratio* disajikan dalam bentuk persentase. *Price book value ratio* dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Subramanyam & Wild, 2010:44):

$$\text{Harga terhadap Nilai Buku} = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{nilai buku per lembar saham}}$$

b. Rasio Harga terhadap Laba (*price-to-earning ratio*)

Menurut Guler dan Yimaz (2008) dalam Margaretha dan Damayanti (2008), calon investor dapat menggunakan pendekatan *Price-to-Earning Ratio* (PER) untuk melakukan penilaian terhadap kewajaran harga saham. Rasio ini dapat mengukur kemampuan

suatu perusahaan untuk menghasilkan laba di masa depan (*future earnings*). Investor dapat menggunakan rasio tersebut dalam melakukan pemilihan dalam menentukan saham perusahaan mana yang dapat memberikan keuntungan yang besar di masa depan. Hal tersebut dapat dilakukan dengan asumsi bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki PER yang besar, sedangkan perusahaan yang pertumbuhannya rendah akan memiliki PER yang rendah pula (Margaretha dan Damayanti, 2008). Semakin tinggi PER maka semakin tinggi pula harga per lembar saham. *Price-to-Earning Ratio* (PER) dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Subramanyam & Wild, 2010:44):

$$\text{Rasio Harga terhadap Laba} = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{laba per saham}}$$

2.5 Hubungan *Employee Stock Ownership Program* dengan Kinerja Perusahaan

Hubungan antara *Employee Stock Ownership Program* dengan kinerja perusahaan dapat dijelaskan melalui teori keagenan (*agency theory*). Teori agensi menjelaskan bahwa hubungan yang terjadi dalam perusahaan merupakan hubungan kontraktual antara pemilik (*principal*) dan karyawan (*agent*). Hubungan ini memungkinkan terjadinya perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen. Untuk mengatasi masalah keagenan yang terjadi, maka diperlukan biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*). Biaya tersebut dikeluarkan oleh pemegang saham, yakni pemilik perusahaan yang

sesungguhnya, yang bergantung pada manajer perusahaan untuk mengatur perusahaan dalam rangka memaksimalkan laba perusahaan (Kanchanabat, 2007).

Teori keagenan menjelaskan cara terbaik untuk mengatur hubungan antara dua pihak, dimana salah satu pihak (principal) menentukan pekerjaan dan pihak lain (agent) melaksanakan pekerjaan (Eisenhardt, 1985 dalam Kanchanabat, 2007). Menurut Kanchanabat (2007), untuk menyatukan tujuan dari kedua pihak, maka perlu dirancang sebuah alat kompensasi yang dapat memotivasi para *executive* untuk membuat keputusan yang tidak hanya meningkatkan kesejahteraannya saja, tetapi juga dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Peningkatan kesejahteraan pemegang saham dapat dilihat melalui perbaikan kinerja perusahaan (Kanchanabat, 2007).

Menurut Pugh, *et al* (2000) dalam Kanchanabat (2007), pelaksanaan ESOP meningkatkan persentase dari “*insider owners*” dalam perusahaan. Ada dua hal yang mungkin terjadi, yakni:

- a. Apabila pemilik saham baru memiliki otoritas untuk membuat keputusan, maka berdasarkan teori agensi, karyawan akan berusaha untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, dengan demikian, kinerja perusahaan akan turut mengalami peningkatan.

- b. Apabila pemilik saham baru memiliki sedikit atau bahkan tidak memiliki otoritas sama sekali untuk membuat keputusan, maka manajemen dapat memiliki lebih banyak kontrol dalam perusahaan.

Dengan dimilikinya saham perusahaan oleh karyawan, maka karyawan memiliki tujuan yang sama yang ingin dicapai oleh pemegang saham. Program ESOP dapat memfasilitasi *entrenchment* manajemen dan dengan demikian memungkinkan kinerja perusahaan yang lebih baik (Chang dan Mayers, 1992 dalam Kanchanabat, 2007)

Dengan demikian, ESOP dapat mengurangi konflik kepentingan antara karyawan dan pemegang saham dengan menyepakati kepentingan mereka serta dapat menyediakan sumber pendanaan yang murah bagi karyawan (Kanchanabat, 2007). Oleh karena itu, pengadopsian ESOP dapat berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan.

2.6 Hubungan *Employee Stock Ownership Program* dengan Nilai Perusahaan

Hubungan *Employee Stock Ownership Program* dengan nilai perusahaan sangat erat kaitannya dengan kinerja yang dicapai oleh perusahaan. Melalui mekanisme teori agensi, hubungan tersebut dapat dijelaskan.

Menurut Kanchanabat (2007), untuk menyatukan tujuan dari *principal* dan *agent*, perlu dirancang sebuah alat kompensasi yang dapat memotivasi para *executive* untuk membuat keputusan yang tidak hanya meningkatkan

kesejahteraannya saja, tetapi juga dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Peningkatan kesejahteraan pemegang saham dapat dilihat melalui perbaikan kinerja perusahaan (Kanchanabat, 2007).

Menurut Kanchanabat (2007), kompensasi yang dirancang harus termasuk insentif jangka pendek dan jangka panjang. Komponen jangka pendek memotivasi para *executive* untuk membuat keputusan yang mempengaruhi perusahaan dalam waktu dekat. Sementara, komponen jangka panjang dibutuhkan untuk memperpanjang keputusan horizon *executive* dan meningkatkan kemungkinan untuk perbaikan terus-menerus pada nilai perusahaan. Insentif jangka panjang dapat didasari oleh perbaikan peningkatan kesejahteraan pemegang saham yang juga disertai peningkatan kinerja perusahaan (Kanchanabat, 2007).

2.7 Penelitian Terdahulu

Adamson (1993) melakukan penelitian mengenai pengaruh ESOP terhadap nilai perusahaan. Dalam jurnal berjudul "*The ESOP as an Employee Benefit: Its Impact on Firm Value*", Adamson (1993) meneliti reaksi harga saham terhadap tipe-tipe pelaksanaan ESOP yang peneliti bagi beberapa tipe, yakni: *Classic (nonleveraged)* ESOP, *Leveraged* ESOP, dan *Tax Credit* ESOP. Hasil penelitian Adamson menunjukkan bahwa tipe-tipe pelaksanaan ESOP yang berbeda dapat berdampak pada nilai perusahaan secara berbeda. Adamson (1993) menyimpulkan bahwa *Classic* dan *Leveraged* ESOP mampu

memberikan dampak positif bagi nilai perusahaan dalam jangka panjang. Sementara dalam tipe pelaksanaan *Tax Credit* ESOP tidak ditemukan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian Pugh, *et al.* (2000) dalam jurnal berjudul “*The Effect of ESOP Adoption on Corporate Performance: Are There Really Performance Changes?*” memperoleh kesimpulan bahwa NPM, ROA, dan ROE mengalami peningkatan setelah dilaksanakannya program ESOP. Namun, hasil ini hanya berpengaruh dalam jangka pendek saja. Pugh menggunakan *t-test* dalam melakukan pengujian terhadap hipotesisnya.

Penelitian ESOP di Indonesia salah satu di antaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Badan Pengawasan Pasar Modal (Bapepam) pada tahun 2002. 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 penelitian ini didukung oleh penelitian Wiratma dan Kristanto (2010) berjudul “Analisis Pengaruh ESOP terhadap Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia” yang membuktikan bahwa adanya pengaruh positif yang signifikan antara pemberian ESOP terhadap EPS, ROA, serta *sales growth* yang merupakan variabel independen yang digunakan peneliti untuk mengukur kinerja perusahaan.

Iqbal (2000) yang meneliti hubungan antara harga saham dan kinerja operasi juga mendukung bahwa adanya program ESOP mampu meningkatkan kinerja operasi perusahaan yang didukung dengan peningkatan harga saham.

Hasil yang berbeda ditemukan oleh Borztant dan Zweirlein (1995). Penelitian yang dilakukan menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan beberapa variabel seperti ROA, TAT dan NPM dalam mengukur kinerja perusahaan.

Hasil penelitian Borztant dan Zweirlein (1995) didukung oleh Pandansari (2011). Dalam penelitian Pandansari (2011), ia tidak menemukan adanya perbedaan yang signifikan pada kinerja perusahaan antara sebelum dan sesudah perusahaan mengadopsi ESOP. Ia juga menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi.

Tabel 1
Tinjauan atas Penelitian Terdahulu

Peneliti/Tahun/ Sumber	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
Adamson, Stanley R (1993), <i>Benefits Quarterly</i>	<i>The ESOP as an Employee Benefit: Its Impact on Firm Value</i>	a. <i>Classic (Nonleveraged) ESOP</i> b. <i>Leveraged ESOP</i> c. <i>Tax Credit ESOP</i>	<i>Classic dan Leveraged ESOP mampu memberikan dampak positif bagi nilai perusahaan dalam jangka panjang. Sementara Tax Credit ESOP tidak ditemukan</i>

Peneliti/Tahun/ Sumber	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
			dapat meningkatkan nilai perusahaan.
Borzant, Liza dan Zweirlein, Thomas J (1995), <i>Journal of Financial and Strategic Decisions</i>	<i>ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance</i>	a. ROA b. TAT c. NPM	tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan
Pugh, et al. (2000), <i>Journal of Managerial and Economic</i>	<i>The Effect of ESOP Adoption On Corporate Performance: Are There Really Performance Changes?</i>	a. NPM b. Assets Turnover c. Debt to Assets d. ROA e. ROE f. Labor Cost to Sales	ESOP hanya berdampak dalam jangka pendek yakni dari variable NPM, ROA dan ROE saja yang mengalami peningkatan setelah menerapkan ESOP
Iqbal (2000), <i>Quarterly Journal of Business and Economics</i>	<i>Stock Price and Operating Performance of ESOP firm : A Time-Series Analysis</i>	a. Operating Performance b. Stock Price	ESOP mampu meningkatkan kinerja operasi perusahaan yang didukung dengan peningkatan harga saham.
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	ESOP diindikasikan mampu mendorong peningkatan kinerja serta loyalitas karyawan dalam perusahaan

Peneliti/Tahun/ Sumber	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
		<ul style="list-style-type: none"> d. Pemahaman terhadap Peraturan yang berkaitan dengan ESOP e. Penggunaan Referensi f. Kendala tertentu yang mempengaruhi penentuan adanya rencana ESOP 	
Wiratma, Tomy dan Kristanto (2010), <i>Prestasi</i>	Analisis Pengaruh ESOP Terhadap Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia	<ul style="list-style-type: none"> a. <i>EPS</i> b. <i>ROA</i> c. <i>Sales Growth</i> 	ESOP secara signifikan mempengaruhi EPS, ROA, dan <i>Sales Growth</i>
Pandansari, Ghea Maharani (2010), <i>Skripsi</i>	Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah Mengadakan ESOP dengan Perusahaan yang Tidak Mengadakan ESOP	<ul style="list-style-type: none"> a. <i>ROE</i> b. <i>ROA</i> c. <i>NPM</i> d. <i>TAT</i> 	Tidak menemukan perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah ESOP Tidak menemukan perbedaan signifikan antara perusahaan yang mengadopsi dan tidak mengadopsi ESOP
Sanjaya, I Putu Sugiarta (2012), <i>Review</i>	<i>The Employee Stock Ownership Program</i>	<ul style="list-style-type: none"> a. <i>Corporate ownership</i> b. <i>Concentrated</i> c. <i>Dispersed</i> 	ESOP kurang menarik untuk digunakan oleh perusahaan di

Peneliti/Tahun/ Sumber	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
<i>of Business & Finance Studies</i>	<i>Phenomena: Evidence From Indonesia</i>		Indonesia, hal ini terjadi karena sebagian besar perusahaan di Indonesia menganut <i>concentrated ownership</i> .

2.8 Pengembangan Hipotesis

Dari uraian tersebut di atas, maka hipotesis-hipotesis yang akan diteliti dalam penelitian ini dibangun berdasarkan beberapa penelitian terdahulu. Peneliti akan membangun dua hipotesis, masing-masing berdasarkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Hasil penelitian Pugh, *et al.* (2000) dalam jurnal berjudul “*The Effect of ESOP Adoption on Corporate Performance: Are There Really Performance Changes?*” memperoleh kesimpulan bahwa NPM, ROA, dan ROE sebagai ukur dalam mengukur kinerja perusahaan mengalami peningkatan setelah dilaksanakannya program ESOP. Namun, perbedaan yang muncul sebagai dampak pengadopsian ESOP tersebut merupakan perbedaan yang kecil dan bersifat *positive short-term effect*. Penelitian Pugh menyatakan terdapat perbedaan hasil berdasarkan tujuan penggunaan ESOP oleh karyawan.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Wiratma dan Kristanto (2010) berjudul “Analisis Pengaruh ESOP terhadap Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia” yang membuktikan bahwa adanya pengaruh positif yang signifikan antara pemberian ESOP terhadap EPS, ROA, serta *sales growth* yang merupakan variabel independen yang digunakan peneliti untuk mengukur kinerja perusahaan.

Hasil yang berbeda ditemukan oleh Borztant dan Zweirlein (1995). Penelitian yang dilakukan menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan beberapa variabel seperti ROA, TAT dan NPM.

Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian Pandansari (2011). Dalam penelitian Pandansari (2011), peneliti tidak menemukan adanya perbedaan yang signifikan pada kinerja perusahaan antara sebelum dan sesudah perusahaan mengadopsi ESOP. Ia juga menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan yang tidak mengadopsi.

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

H₁: terdapat perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah pengadopsian program *Employee Stock Ownership Program* oleh perusahaan.

Adamson (1993) melakukan penelitian mengenai pengaruh ESOP terhadap nilai perusahaan. Dalam jurnal berjudul “*The ESOP as an Employee Benefit: Its Impact on Firm Value*”, Adamson (1993) meneliti reaksi harga saham terhadap tipe-tipe pelaksanaan ESOP yang peneliti bagi beberapa tipe, yakni: *Classic (nonleveraged) ESOP*, *Leveraged ESOP*, dan *Tax Credit ESOP*. Hasil penelitian Adamson menunjukkan bahwa tipe-tipe pelaksanaan ESOP yang berbeda dapat berdampak pada nilai perusahaan secara berbeda. Adamson (1993) menyimpulkan bahwa *Classic* dan *Leveraged ESOP* mampu memberikan dampak positif bagi nilai perusahaan dalam jangka panjang. Sementara dalam tipe pelaksanaan *Tax Credit ESOP* tidak ditemukan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Iqbal (2000) meneliti hubungan antara harga saham dan kinerja operasi. Dalam jurnalnya yang berjudul “*Stock Price and Operating Performance of ESOP firm : A Time-Series Analysis*”, peneliti menemukan hasil penelitian yang mendukung bahwa dengan dilaksanakannya program ESOP dalam perusahaan, operasi perusahaan dapat meningkat dan disertai dengan peningkatan harga saham.

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

H₂: terdapat perbedaan nilai perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian program *Employee Stock Ownership Program* oleh perusahaan.

