

PENGARUH PENGUMUMAN *EMPLOYEE STOCK OPTION PROGRAM* TERHADAP REAKSI PASAR DAN KINERJA PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN PUBLIK YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Selvy Chelarci Letlora

STIE Perbanas Surabaya

E-mail : 2008210301@students.perbanas.ac.id

Jalan Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118, Indonesia

ABSTRACT

The relationship between management's interest as an agent and company owner's interest as a principal sometimes can be different, in which it is familiar to Agency Problems. In addition, business innovations have been created to increase or creating value of the firm and reducing the agency problems, for example the Employee Stock Option Program (ESOP) to solve the problem. This research tries to analyze the application of ESOP and its influence toward the market's reaction and the corporate performance around its announcement to public in January 1, 2006 – December 31, 2007. To analyze the market's reaction, researcher use event study method, and ROA, ROE, TATO, EPS, PER, NPM, and Sales Growth (SG) for the company's performance. Next, it analyzes the market's reaction around its announcement with one sample t-test and uses eleven days as event windows (t-5 until t+5). For the corporate performance, researcher uses paired samples t-test, special for the corporate performance, with two steps. The first step is to compare the indicators of company's performance one year before its announcement and one year after, and the second step is to compare the indicators of company's performance one year before its announcement and two year after. The results of this research show that there is no positive significant abnormal return around its announcement, and for the company's performance after its announcement, in general, not higher than company's performance before the announcement.

Key words: *Employee Stock Option Program (ESOP), Market's Reaction, Company's Performance.*

PENDAHULUAN

Kompensasi dapat dipahami sebagai suatu imbalan atau timbal balik atas jasa yang diberikan kepada karyawan dan manajemen oleh pemilik perusahaan. Kompensasi, menurut Jensen dan Meckling (1967), juga sama, didefinisikan sebagai nilai jasa yang diberikan pemilik perusahaan kepada manajemen. Adanya pelaksanaan program kompensasi bagi manajemen diharapkan dapat mengurangi konflik kepentingan pribadi manajemen. Salah satu jenis kompensasi yang diberikan dapat berupa program opsi saham. Ada dua jenis program opsi yaitu : (1) kompensasi untuk menghargai eksekutif atas kinerja jangka panjang perusahaan atau dikenal dengan Executive

Stock Option Plan dan (2) penyertaan karyawan dalam kepemilikan saham karyawan, terbatas pada tingkat karyawan tertentu seperti direksi, manajemen, dan karyawan pada posisi manajerial lainnya, dikenal dengan *Employee Stock Option Program (ESOP)* (Aboody dan Kasznik, 2000).

Program opsi saham karyawan (*Employee Stock Ownership Program*) merupakan salah satu kebijakan jangka panjang perusahaan yang melibatkan psikologi tenaga kerja dalam bentuk program kompensasi yang berbasis ekuitas (Kodrat dan Herdinata 2009: 152). Perkembangan dan fenomena ESOP yang masih relatif baru memerlukan pembuktian atas pengaruh

pelaksanaan program ini terhadap kinerja keuangan perusahaan pelaksana dan reaksi pasar di Bursa Efek Indonesia (BEI) seputar pelaksanaan program ini. Berbagai penelitian terdahulu yang telah dilakukan terhadap pengaruh pengumuman pelaksanaan ESOP memberikan kesimpulan yang berbeda.

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji kembali mengenai pengaruh pengumuman pelaksanaan ESOP di Indonesia mengingat ada perbedaan-perbedaan atas penelitian terdahulu. Adapun hal-hal yang coba dikaji kembali adalah reaksi pasar seputar pengumuman ESOP, kinerja perusahaan publik pelaksana ESOP yang terdaftar di BURSA EFEK INDONESIA (BEI).

RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Agency Theory Dan Agency Problems

Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency theory* atau hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*Agent*) yang dipergunakan oleh pemilik (*Principal*) untuk menjalankan aktivitas perusahaan. *Principal* lebih dikenal dengan istilah pemegang saham atau pemilik perusahaan, sedangkan *Agent* lebih dikenal dengan istilah karyawan ataupun manajemen.

Perlu adanya perencanaan kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik dalam hal konflik kepentingan merupakan inti dari *Agency Theory*. Namun, untuk menciptakan kontrak yang tepat merupakan hal yang sulit diwujudkan, hal ini disebabkan dalam praktiknya pihak *Agent* kadangkala tidak sesuai dengan kontrak kerja yang disepakati diawal untuk meningkatkan kemakmuran *Principal*, melainkan cenderung berusaha untuk meningkatkan kemakmuran pihaknya sendiri.

Para manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya yang ditanggung pihak *principal* (Sanjaya dalam Slamet Haryono, 2005). Dengan kecenderungan di atas maka semakin besar peluang munculnya masalah atau konflik

keagenan (*Agency Problems*). *Agency Problems* adalah masalah atau konflik kepentingan antara *Agent* dan *Principal* yang diakibatkan oleh berbedanya kepentingan atau tujuan yang dimiliki oleh *Agent* dan *Principal* dari tujuan utama perusahaan.

Agency Problems And Employee Stock Ownership Program (ESOP)

Konflik kepentingan antara *Agent* dan *Principal* dapat diminimalkan melalui beberapa cara antara lain pemberian insentif kepada *Agent* atas tindakannya sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Salah satu bentuk insentif yang dapat diterapkan adalah memberikan pihak *Agent* kesempatan untuk menjadi *Principal* atau pemegang saham, hal ini dikarenakan apabila pihak *Agent* diberikan kesempatan menjadi pemegang saham maka kepentingan pihak *Agent* akan sejalan dengan kepentingan *Principal*. Scott dalam Ida Bagus (2009) menggambarkan program kompensasi eksekutif merupakan salah satu bentuk kontrak keagenan antara perusahaan dengan para *Agent*nya sebagai usaha penyejajaran kepentingan yang dimiliki masing-masing pihak.

Program kompensasi karyawan berbasis ekuitas seperti ESOP dimunculkan sebagai sarana terbaik yang mendorong manajer untuk membuat keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan. Karyawan melalui program ini menjadi pemilik – pengelola sebuah perusahaan, dan pihak *Agent* atau karyawan melalui program ini akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dengan melakukan kegiatan operasional yang efektif dan efisien.

ESOP (Employee Stock Option Program)

Dalam program opsi saham (Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia 2002 : 21), 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

pembelian. ESOP sangat bermanfaat (Ida Bagus, 2009) untuk (1) mempersempit konflik keagenan (Quintero et al, 1997), (2) memiliki hak untuk melakukan kontrol (Carberry, 1996), (3) menurunkan agency cost (Brenner et al, 2000), dan (4) meningkatkan nilai perusahaan (Mehran, 1995 dan Colgan, 2001).

Reaksi Pasar terhadap ESOP

ESOP secara umum dapat didefinisikan sebagai salah satu cara perusahaan untuk meningkatkan *sense of belonging* terhadap perusahaan yang akan tercermin melalui peningkatan laba yang terdapat pada pelaporan akuntansi yang disampaikan oleh perusahaan *go public* terhadap publik. Dengan adanya informasi mengenai akan adanya peningkatan laba yang diharapkan dapat dicapai melalui ESOP maka diharapkan pasar akan menanggapi positif pengumuman ESOP ini melalui *abnormal return* yang dapat dicapai. Reaksi pasar terhadap pengumuman ESOP pun diharapkan akan sesuai dan positif yang dilakukan oleh Davidson & Worell (1994) menemukan terdapat *abnormal return* positif dan signifikan di sekitar pengumuman.

Abnormal Return adalah sebuah istilah yang digunakan untuk menggambarkan tingkat pengembalian dihasilkan oleh suatu jaminan atau portofolio selama periode waktu yang berbeda dari tingkat pengembalian yang diharapkan (Tandelilin 2001 : 51).

$$AR = R_{(it)} - E(R_{it}). \quad (1)$$

Penelitian ini menggunakan Market *Adjusted Model* dalam perhitungan *Expected Return*, metode ini sama dengan yang digunakan Ball and Brown (1968) untuk menguji efek informasi terhadap pendapatan. Berdasarkan kajian diatas mengenai pengaruh ESOP terhadap reaksi pasar, maka hipotesis yang dapat dibentuk :

H1 : Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman ESOP.

Pengaruh ESOP terhadap Kinerja Perusahaan

Dengan adanya pelaksanaan Program ESOP

dalam sebuah perusahaan, dan ESOP sendiri memiliki salah satu tujuan terpenting untuk meningkatkan *sense of belonging* pada karyawan, maka diharapkan program ini dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Adapun beberapa variabel yang dipilih untuk digunakan guna mengukur kinerja perusahaan sebagai berikut.

ROA (*Return On Asset*)

Salah satu penelitian menunjukkan hubungan ESOP terhadap kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan dilihat dan diukur melalui ROA. Penelitian oleh Mehran (1999) ini menemukan 382 perusahaan yang melaksanakan program ESOP mempunyai ROA 2,7% lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak melaksanakannya. ROA (Tandelilin 2001 : 240) mengukur kemampuan perusahaan dan juga mengukur efisiensi perusahaan dalam mengelola semua investasinya, atau dapat pula didefinisikan sejauh mana kemampuan aset-aset yang dimiliki perusahaan dapat menghasilkan laba. ROA dapat dirumuskan sebagai berikut (Davidson dan Worell, 1994) :

$$ROA (\%) = \frac{EAT}{TOTAL ASET} \times 100\%. \quad (2)$$

ROE (*Return On Equity*)

Penelitian Joseph Blasi et al, 2003 memberikan hasil penelitian yang memperlihatkan bahwa terdapat peningkatan ROA maupun ROE yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak melaksanakan ESOP, hal ini dikarenakan perusahaan pelaksana program ESOP memiliki performa karyawan yang lebih baik. ROE (Tandelilin 2001 : 240) sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang bisa diperoleh oleh pemegang saham. ROE dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$ROE (\%) = \frac{EAT}{TOTAL MODAL} \times 100\%. \quad (3)$$

NPM (*Net Profit Margin*)

Davidson dan Worell (1994), dimana hasil penelitian ini adalah bahwa ROA dan Profit Margin perusahaan dua tahun setelah pelaksanaan ESOP mengalami penurunan,

dimana hal ini disebabkan oleh manfaat ESOP yang dirasakan oleh para manajer akan diterima dalam jangka waktu yang lama membuat para manajer kurang termotivasi untuk meningkatkan kemampuan perusahaan. Net Profit Margin (Mamduh dan Abdul Halim, 2007 : 83) menghitung sejauh mana perusahaan menghasilkan laba pada tingkat penjualan tertentu. Net Profit Margin dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{NPM (\%)} = \frac{\text{EAT}}{\text{PENJUALAN}} \times 100\% . \quad (4)$$

Sales Growth (SG)

Penelitian ESOP terhadap *Sales Growth* dilakukan oleh Quarrey dan Rosen (1987) menemukan bahwa perusahaan pelaksana ESOP memiliki *Sales Growth* 3,6 persen lebih cepat dibanding perusahaan serupa yang tidak melaksanakannya. Hal tersebut di atas disebabkan oleh sales growth yang digunakan sebagai salah satu variabel penganalisis yang bersifat sebagai indikator pengukur ukuran perusahaan adalah pertumbuhan penjualan perusahaan *i* pada periode *t*. Di dalam hal ini, pertumbuhan penjualan pun adalah salah satu cermin peningkatan kinerja perusahaan yang diharapkan meningkat seiring dengan peningkatan kinerja karyawan. Pertumbuhan penjualan dapat dirumuskan sebagai berikut (Putra Astika, 2005) :

$$\text{SG (\%)} = \frac{\text{Sales (t)} - \text{Sales (t-1)}}{\text{Sales (t-1)}} \times 100\% . \quad (5)$$

EPS (Earing Per Share)

Penelitian ESOP terhadap EPS dilakukan oleh Caughlan (1997) menemukan bahwa ESOP dapat meningkatkan EPS. EPS digunakan dengan alasan apabila ESOP diharapkan akan memberikan kontribusi peningkatan profit perusahaan. Dengan demikian, sebenarnya EPS adalah salah satu indikator yang tepat untuk dipakai. Informasi EPS suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan bagi semua pemegang saham perusahaan (Tandelilin 2001 : 242). EPS dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT}}{\text{JUMLAH SAHAM}} . \quad (6)$$

PER (Price Earning Ratio)

Penelitian mengenai ESOP dan PER dilakukan oleh Joseph Blasi et al, 2003 dimana hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat peningkatan yang signifikan pada PER perusahaan yang melaksanakan ESOP (perusahaan skala kecil) dibanding perusahaan yang tidak melaksanakan ESOP. Hal ini dikarenakan komponen penting kedua setelah EPS adalah PER. PER menunjukkan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah earning perusahaan. PER (Tandelilin 2001 : 243) merupakan juga ukuran harga relatif dari sebuah saham perusahaan, dimana seiring dengan peningkatan performa karyawan yang diharapkan melalui program kompensasi berbasis saham ini, akan memberikan kontribusi peningkatan harga relatif perusahaan tersebut. PER dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{PER} = \frac{\text{HARGA SAHAM}}{\text{EPS}} \times 100\% . \quad (7)$$

Total Asset Turnover (TATO)

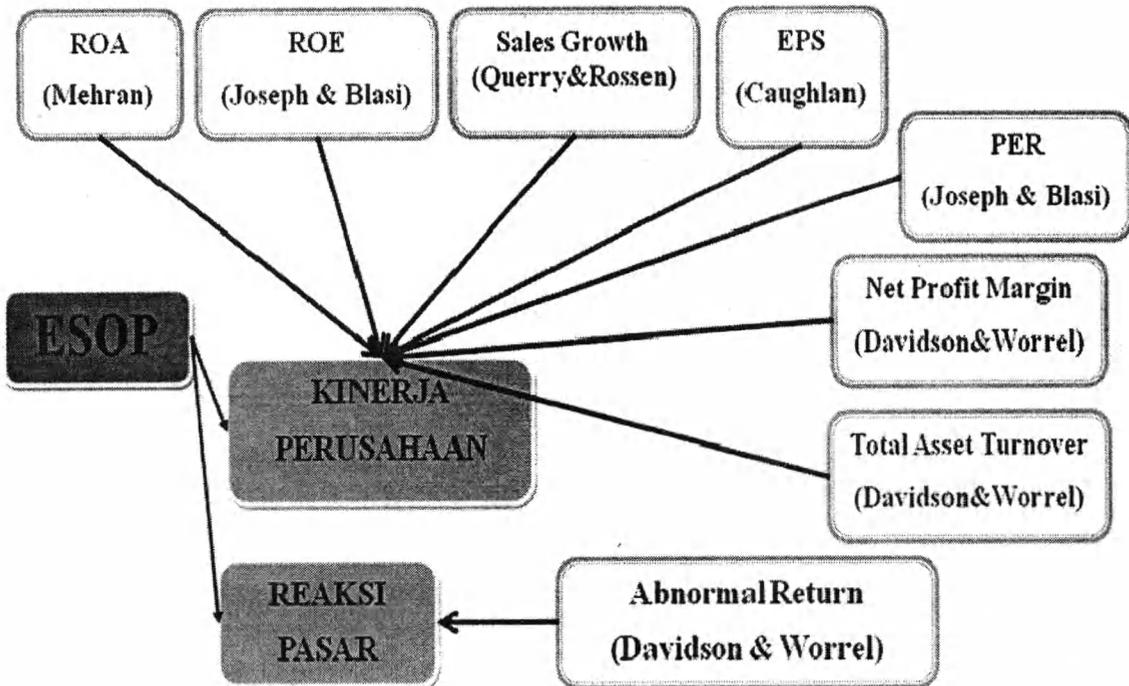
Penelitian mengenai ESOP *Total Asset Turnover* dilakukan oleh Davidson dan Worell (1994). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa pada tahun pertama setelah pengumuman pelaksanaan ESOP. *Total Asset Turnover* (Mamduh dan Abdul Halim, 2007 : 81) adalah rasio yang digunakan dalam mengukur efektivitas penggunaan total aktiva. Rasio yang tinggi biasanya menunjukkan manajemen yang baik. Pengukuran *Total Asset Turnover* adalah sebagai berikut :

$$\text{TATO(kali)} = \frac{\text{PENJUALAN}}{\text{TOTAL AKTIVA}} \times 100\% \quad (8)$$

Berdasarkan kajian di atas mengenai pengaruh ESOP terhadap kinerja perusahaan, maka hipotesis yang dapat dibentuk :

H2 : Kinerja perusahaan sesudah pelaksanaan ESOP lebih tinggi dibanding dengan

Gambar 1
Rerangka Penelitian



Sumber : Data diolah.

kinerja Perusahaan sebelum pelaksanaan ESOP.

Secara lengkap rerangka penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Berdasarkan jenis penelitian berkaitan dengan tingkatannya, penelitian ini adalah penelitian untuk pengujian hipotesis karena penelitian ini menjelaskan hubungan dua faktor dalam suatu situasi. Adapun berdasarkan metode pengumpulan datanya, penelitian ini termasuk dalam proses pemantauan karena penelitian ini hanya melakukan pengamatan pada data sekunder yang telah tersedia. Berdasarkan tujuan penelitian, penelitian ini merupakan studi sebab-akibat yang bertujuan untuk mengidentifikasi adanya hubungan antar variabel yang diteliti. Selain itu, berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini merupakan studi *time series*.

Identifikasi Variabel

Variabel-variabel yang diamati dan dianalisis

dalam penelitian ini meliputi reaksi pasar yaitu *Abnormal Return* (AR) dan kinerja perusahaan meliputi yaitu *Return On Asset* (ROA), *Return On Equity* (ROE), *Net Profit Margin* (NPM), *Sales Growth* (SG), *Earnings per share* (EPS), *Price Earning Ratio* (PER), dan *Total Asset Turnover* (TATO).

Populasi, Sampel, dan Teknik Sampling

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian yang digunakan adalah dari 2005 sampai 2009.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *judgment sampling*. *Judgment sampling* adalah salah satu jenis *purposive sampling* selain *quota sampling* dimana peneliti memilih sampel berdasarkan penilaian terhadap karakteristik anggota sampel yang disesuaikan dengan maksud penelitian. Karakteristik pada penelitian ini adalah (1) Terdaftar di BEI periode 1 Januari 2005–31 Desember 2009, (2) Mengumumkan ESOP periode 1 Januari 2006–31 Desember 2007, (3) Tidak melakukan pengumuman

seperti publikasi laporan keuangan, *Right Issue*, pembagian *Dividend*, pelaksanaan Merger, dan *Stock Split* pada 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman ESOP untuk menghindari *compounding effect*, dan (4) Memiliki kelengkapan data laporan keuangan. Perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam kriteria penelitian ini tercatat sebanyak 10 perusahaan.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan variabel-variabel pengamatan yaitu *Abnormal Return (AR)*, *Return On Asset (ROA)*, *Return On Equity (ROE)*, *Net Profit Margin (NPM)*, *Sales Growth (SG)*, *Earnings per Share (EPS)*, *Price Earning Ratio (PER)*, dan *Total Asset Turnover (TATO)*.

Uji Normalitas

Untuk mendeteksi normalitas data, peneliti menggunakan uji metode kolmogorov-smirnov test. Tujuan uji normalitas ini adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdistribusi normal atau tidak. Sampel berdistribusi normal jika nilai probabilitas > taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$). Jika hasil uji menunjukkan sampel berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik. Namun, apabila sampel tidak berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik.

Uji Hipotesis

Untuk pengujian Hipotesis 1 terkait dengan reaksi pasar, peneliti menggunakan event study untuk mendeteksi *abnormal return (AR)*. Langkah langkah pengujian dengan menggunakan One Sample T-test satu sisi (sisi kanan) adalah sebagai berikut: (a) Merumuskan hipotesis $H_0 : \mu \leq 0$ artinya tidak terdapat *abnormal return* positif signifikan diseputar pengumuman pelaksanaan ESOP dan $H_1 : \mu > 0$ artinya

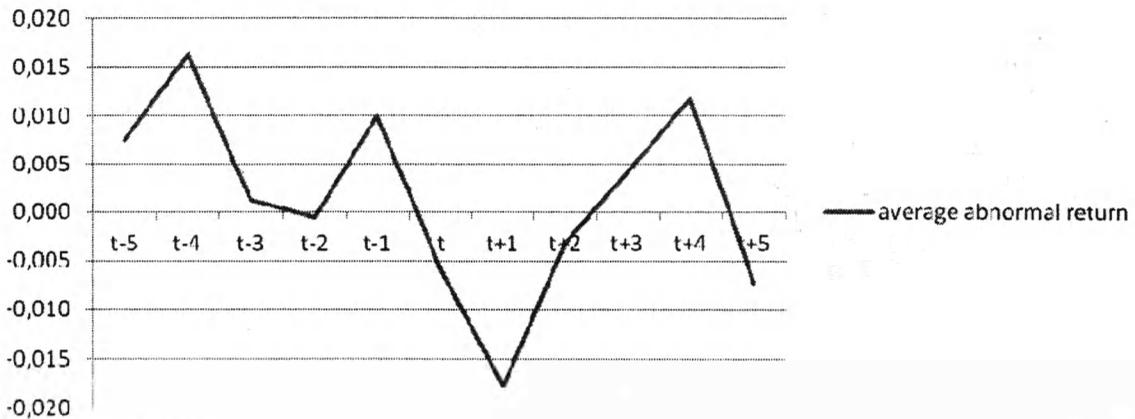
terdapat *abnormal return* positif signifikan diseputar pengumuman pelaksanaan ESOP, (b) Menentukan α sebesar 5 %, (c) Menemukan nilai t hitung, (d) Menentukan nilai t tabel pada tabel t yaitu sebesar $t(\alpha, n-1)$, dan (e) Menarik kesimpulan H_0 diterima jika $t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$ atau H_0 ditolak jika $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$

Pengujian hipotesis Hipotesis 2 menggunakan Paired Sample T-test satu sisi (sisi kanan) dengan membandingkan kinerja perusahaan satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP (t-1) dengan kinerja satu tahun setelah pengumuman pelaksanaan ESOP (t+1). Kemudian, peneliti membandingkan kinerja perusahaan satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP (t-1) dengan kinerja dua tahun setelah pengumuman pelaksanaan ESOP (t+2). Ini sebagai berikut.

a. Merumuskan hipotesis untuk kinerja perusahaan t-1 dan t+1 yaitu $H_0 : \mu_1 \leq \mu_2$ artinya ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO tahun pertama sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP tidak lebih tinggi ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP dan $H_1 : \mu_1 > \mu_2$ ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO tahun pertama sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP lebih tinggi dari ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP. Kemudian merumuskan hipotesis untuk kinerja perusahaan t-1 dan t+2 yaitu $H_0 : \mu_1 \leq \mu_2$ artinya ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO tahun kedua sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP tidak lebih tinggi dari ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP dan $H_1 : \mu_1 > \mu_2$ artinya ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO tahun kedua sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP lebih tinggi ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP.

b. Menentukan α sebesar 5 %,
 c. Menemukan nilai t hitung,
 d. Menentukan nilai t tabel pada tabel t yaitu

Gambar 2
AAR selama Event Window



Sumber : Data diolah.

sebesar $t(\alpha, n-1)$, dan,

e. Menarik kesimpulan H_0 diterima jika t hitung $\leq t$ tabel atau H_0 ditolak jika t hitung $> t$ tabel

Analisis Deskriptif

Melalui analisis deskriptif, peneliti menjelaskan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yang meliputi kinerja perusahaan (ROA, ROE, TATO, EPS, PER, SG, dan NPM) dan Abnormal Return.

Analisis Deskriptif Abnormal Return

Abnormal Return merupakan selisih antara *Actual Return* dengan *Expected Return* saham i pada hari ke t . Pada Gambar 2 dapat dilihat pergerakan *Average Abnormal Return* saham perusahaan-perusahaan pelaksana program ESOP, selama *event window* yaitu 11 hari bursa, sebanyak 45,45% atau 5 hari bursa mengalami *Average Abnormal Return* negatif. .

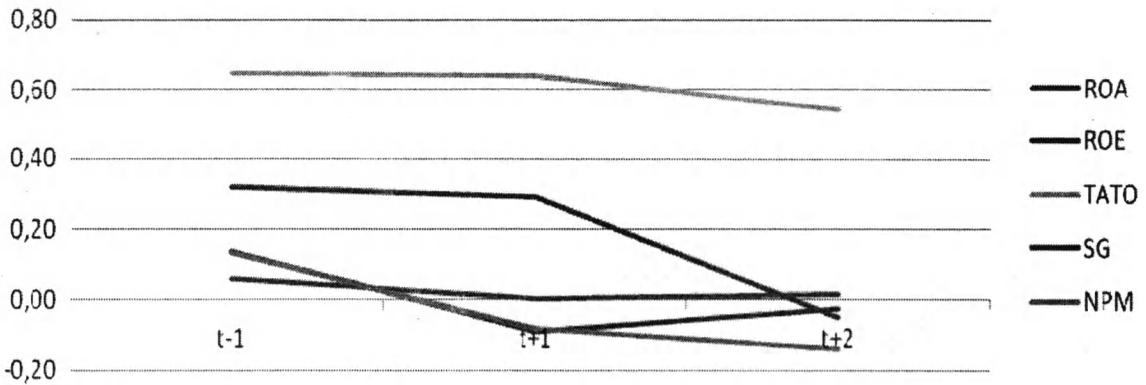
Abnormal Return negatif menunjukkan bahwa *Actual Return* selama *event window* lebih rendah daripada *Expected Return* saham tersebut dan sisanya sebanyak 54,55% atau 6 hari bursa mengalami *Average Abnormal Return* positif. *Abnormal Return* positif menunjukkan bahwa *Actual Return* selama *event window* lebih besar dari *Expected Return* saham tersebut. Nilai maksimum pada $t-4$ sebesar 0,016 dan nilai minimum pada $t+1$ sebesar -0,018.

Analisis Deskriptif Kinerja Perusahaan

Dari Gambar 3 dan Gambar 4, terlihat kinerja perusahaan yang diukur melalui ROA, ROE, EPS, dan PER pada tahun pertama setelah pengumuman pelaksanaan program ESOP mengalami penurunan. Kemudian kembali naik pada tahun kedua setelah pengumuman pelaksanaan ESOP. Penurunan ROA dan ROE pada $t+1$ mengindikasikan penurunan efisiensi perusahaan dalam mengelola semua investasinya serta menurunnya tingkat keuntungan yang tersedia bagi pemegang sahamnya.

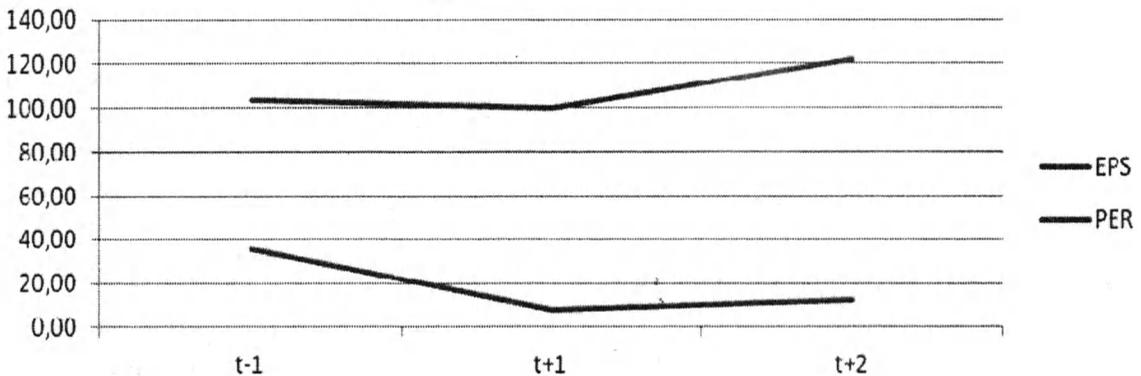
Namun ROA dan ROE perusahaan-perusahaan kemudian mengalami peningkatan pada $t+2$. Pada $t+1$ EPS dan PER pun mengalami penurunan yang berarti menurunnya jumlah laba bersih tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham dan ukuran harga relatif saham perusahaan yang menurun. Namun, sama seperti ROA dan ROE, EPS dan PER kemudian kembali mengalami peningkatan pada $t+2$. TATO perusahaan-perusahaan pelaksana ESOP pada $t+1$ dan $t+2$ tidak berbeda jauh dengan $t-1$. SG dan NPM perusahaan terus mengalami penurunan pada $t+1$ dan $t+2$. Hal ini mengindikasikan menurunnya pertumbuhan penjualan perusahaan dan kemampuan profitabilitas perusahaan dengan memperhitungkan seluruh komponen pendapatan dan biaya yang juga menurun.

Gambar 3
ROA, ROE, TATO, SG, dan NPM Selama *Event Window*



Sumber : Data diolah.

Gambar 4
EPS dan PER Selama *Event Window*



Sumber : Data diolah.

Uji Normalitas

Pada uji normalitas data ini menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov Test. Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdistribusi normal atau tidak. Data berdistribusi normal jika nilai signifikansi uji normalitas > taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$). Jika hasil uji berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik. Namun, apabila sampel tidak berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik.

Uji Normalitas *Abnormal Return*

Uji normalitas data *abnormal return* yang dilakukan dengan menggunakan metode kolmogorov-smirnov untuk menguji data

abnormal return selama *event window*. Berdasarkan hasil uji normalitas pada lampiran 10, dapat diketahui data selama *event window* (11 hari) memiliki signifikansi 0,115 dengsn nilai signifikansi di atas $\alpha=0,05$. Hal ini berarti bahwa selama *event window* (11 hari) data terdistribusi secara normal.

Uji Normalitas Kinerja Perusahaan

Uji normalitas dilakukan terhadap data kinerja perusahaan berupa rasio-rasio keuangan. Pengujian normalitas dilakukan dengan dua periode. Pertama, dengan uji normalitas terhadap data pada periode sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP yaitu satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP (t-1). Kedua, uji normalitas terhadap data pada periode sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP yaitu satu tahun dan dua tahun sesudah

Tabel 1
Hasil Uji Hipotesis Pertama

Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Kesimpulan
t-5	0,660	1,8331	H0 diterima
t-4	0,807	1,8331	H0 diterima
t-3	0,118	1,8331	H0 diterima
t-2	-0,083	1,8331	H0 diterima
t-1	1,132	1,8331	H0 diterima
t	-1,018	1,8331	H0 diterima
t+1	-1,987	1,8331	H0 diterima
t+2	-0,422	1,8331	H0 diterima
t+3	0,444	1,8331	H0 diterima
t+4	1,671	1,8331	H0 diterima
t+5	-0,822	1,8331	H0 diterima

Sumber: Hasil uji SPSS terhadap *abnormal return*.

pengumuman pelaksanaan ESOP (t+1 dan t+2).

Berdasarkan hasil uji normalitas baik pada periode sebelum maupun sesudah, keseluruhan rasio-rasio keuangan pada penelitian ini memiliki signifikansi yang diatas $\alpha=0,05$ hal ini berarti bahwa seluruh data kinerja keuangan berupa rasio-rasio keuangan baik pada periode sebelum (t-1) dan sesudah (t+1 dan t+2) terdistribusi secara normal.

Pembahasan

Pengujian Hipotesis Pertama

Pengujian ini dilakukan untuk menguji H1 yang menyatakan bahwa terdapat reaksi pasar positif disekitar pengumuman pelaksanaan ESOP (5 hari sebelum sampai 5 hari sesudah). Reaksi pasar ini diukur dengan *abnormal return*. Pengujian data dilakukan dengan One Sample T-test. Uji t satu sisi (sisi kanan) digunakan untuk mengetahui reaksi pasar positif yang terjadi selama *event window* (11 hari).

Untuk menguji H1, dirumuskan H0 yaitu tidak terdapat *abnormal return* positif signifikan di seputar pengumuman pelaksanaan ESOP dan H1 yaitu terdapat *abnormal return* positif signifikan di seputar pengumuman pelaksanaan ESOP, kemudian pengujian terhadap data *abnormal return*

perusahaan selama *event window* diuji dengan one sample t-test (sisi kanan).

Hasil pengujian pada Tabel 1, terlihat bahwa t_{hitung} dari data *abnormal return* selama *event window* lebih kecil daripada t_{tabel} pada Lampiran 16, yaitu sebesar $t(5\%,9)= 1,8331$. Dengan demikian, dapat ditarik kesimpulan H0 diterima dan H1 ditolak atau tidak terdapat *abnormal return* positif signifikan selama *event window*.

Berdasarkan pengujian terhadap hipotesis pertama (H1), maka dapat dijelaskan bahwa tidak terdapat *abnormal return* positif signifikan selama *event window* (sekitar pengumuman pelaksanaan ESOP). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Christian Herdinata (2004).

Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa AAR cenderung negatif selama *event window* dan pasar cenderung bereaksi negatif terhadap pengumuman ESOP. Tidak terdapatnya reaksi pasar positif signifikan seputar pengumuman pelaksanaan ESOP disebabkan oleh ESOP sebagai program yang relatif baru dan kurang diminati di Indonesia.

Dengan demikian, bagi investor pengadopsian program seperti ini masih dianggap berisiko dan belum terdapat kepastian akan keuntungan yang akan didapatkan oleh program ini. Bagi investor

Tabel 2
Hasil Uji Hipotesis Kedua

Variabel	t-1 dan t+1		t-1 dan t+2		t _{tabel}
	t _{hitung}	Kesimpulan	t _{hitung}	Kesimpulan	
ROA	-1,690	H ₀ diterima	-1,566	H ₀ diterima	
ROE	-1,520	H ₀ diterima	-1,695	H ₀ diterima	
TATO	-0,148	H ₀ diterima	-2,098	H ₀ diterima	
EPS	-0,163	H ₀ diterima	0,412	H ₀ diterima	1,8331
PER	-1,686	H ₀ diterima	-1,410	H ₀ diterima	
SG	-0,197	H ₀ diterima	-2,418	H ₀ diterima	
NPM	-1,419	H ₀ diterima	-1,372	H ₀ diterima	

Sumber : Hasil uji SPSS terhadap kinerja perusahaan.

program ini pun akan dianggap menjadi program yang kurang menguntungkan karena dengan adanya program kepemilikan saham oleh karyawan ini, laba yang akan diterima oleh pemegang saham akan berkurang. Ini dikarenakan jumlah saham yang beredar akan bertambah akibat beberapa hal tersebut, dan pengumuman pelaksanaan ESOP bagi investor tidak dianggap sebagai sinyal dan informasi positif.

Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian ini dilakukan untuk menguji H₂ yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan sesudah pelaksanaan ESOP lebih tinggi dibanding dengan kinerja perusahaan sebelum pelaksanaan ESOP. Penelitian ini dilakukan dengan dua tahap. Pertama dengan membandingkan kinerja satu tahun sebelum (t-1) dan satu tahun sesudah pengumuman pelaksanaan program ESOP (t+1) >. Kedua, peneliti membandingkan kinerja satu tahun sebelum (t-1) dan dua tahun sesudah pengumuman pelaksanaan program ESOP (t+2). Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan ROA, ROE, TATO, EPS, PER, SG, dan NPM. Pengujian data dilakukan dengan Paired Samples T-test satu sisi (sisi kanan).

Dari Tabel 2, dapat ditarik kesimpulan hasil uji statistik untuk tahap pertama yaitu membandingkan kinerja perusahaan t-1 dan t+1 adalah H₀ diterima atau ROA, ROE,

NPM, SG, EPS, PER, dan TATO tahun pertama sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP tidak lebih tinggi dari ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP, hal ini dikarenakan $t_{hitung} \leq t_{tabel}(5\%,9)$ pada lampiran 16 sebesar 1,8331. Kesimpulan untuk uji statistik tahap kedua yaitu membandingkan kinerja perusahaan t-1 dan t+2 adalah ROA, ROE, TATO, PER, SG, EPS, dan NPM satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP.

Hal di atas dikarenakan $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ (1,8331), pada pengujian tahap kedua ini t_{hitung} SG memiliki signifikansi negatif yang sangat besar dibanding rasio keuangan lainnya. Ini disebabkan oleh karena pada pengujian tahap kedua ini terdapat sebuah perusahaan dengan kode saham FREN yang memiliki penurunan pertumbuhan penjualan yang sangat pesat dari 68% menjadi -50%.

Hal di atas menyebabkan rata-rata SG pada tahun kedua mengalami penurunan drastis menjadi -5%. Hal yang serupa juga dapat dijelaskan bagi TATO yang juga mengalami t_{hitung} yang memiliki signifikansi negatif yang besar. Hal ini disebabkan pada t+2 terdapat beberapa perusahaan yang mengalami penurunan efisiensi dalam pengelolaan aktivasnya yang

tercermin dari penurunan TATO beberapa perusahaan tersebut pada t+2 dibanding t-1. Pada pengujian hipotesis kedua dengan kedua tahap tersebut dapat dijelaskan bahwa kinerja perusahaan setelah pengumuman pelaksanaan ESOP yang diukur melalui ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO tidak lebih tinggi dari kinerja perusahaan sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP.

Berdasarkan pengujian terhadap hipotesis kedua (H2), pada tahap pertama yaitu membandingkan kinerja perusahaan satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP. Kemudian, satu tahun setelah pengumuman pelaksanaan ESOP ditunjukkan bahwa kinerja perusahaan (ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO) tahun pertama sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP tidak lebih tinggi kinerja perusahaan satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP. Kemudian pada pengujian hipotesis kedua tahap kedua yaitu membandingkan kinerja perusahaan satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP.

Setelah itu, dua tahun setelah pengumuman pelaksanaan ESOP terdapat adanya kinerja perusahaan tahun kedua sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP tidak lebih tinggi kinerja perusahaan satu tahun sebelum pengumuman pelaksanaan ESOP. Penjelasan di atas sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Christian Herdinata (2004) yaitu nilai mean EPS, ROA, dan *Sales Growth* sebelum pelaksanaan ESOP lebih besar dibandingkan dengan sesudah pelaksanaan ESOP.

Hasil serupa diberikan pula oleh Davidson & Worell (1994) yaitu rata-rata kinerja keuangan perusahaan sampel menurun dalam 2 tahun setelah pelaksanaan ESOP. ESOP diharapkan dapat menjadi motivasi dan meningkatkan sense of belonging karyawan. Namun penjelasan-penjelasan di atas disebabkan oleh ESOP sebagai isu yang kurang menunjang (Christian Herdinata, 2004). Pandangan ini

timbul karena beberapa masalah sebagai berikut:

1. Penentuan masalah tingkat harga yang sudah ditentukan ketika opsi diberikan yang sama dengan harga pasar reguler.
2. Keuntungan yang didapatkan karyawan melalui program ini sangat terkait dengan keuntungan yang diharapkan akan diperoleh perusahaan pada masa yang akan datang, dan bagi karyawan hal ini adalah hal yang beresiko.
3. Adanya jangka diamana karyawan harus menunggu sebelum melaksanakan opsinya dan memperoleh haknya dengan segera (vesting period).

Adapun penelitian oleh BAPEPAM (2002) memberikan kesimpulan hal-hal yang mempengaruhi keberhasilan pelaksanaan ESOP dan mempengaruhi peserta ESOP yakni karyawan antara lain: (1) kurangnya pengetahuan dan pemahaman tentang program ESOP yang dimiliki karyawan, (2) dan kurangnya pengetahuan atas resiko dalam program ESOP.

Kedua hal di atas disebabkan kurangnya sosialisasi yang diberikan perusahaan terkait dengan jenis ESOP dan latar belakang program ESOP yang diadopsi perusahaan kepada karyawan. Selain hal tersebut di atas, adanya faktor lain yang perlu dipertimbangkan antara lain pada periode penelitian, yaitu pada tahun 2007-2008 terjadi krisis ekonomi global yang dapat memberikan dampak bagi kondisi fundamental perusahaan (Annual Report BAPEPAM Tahun 2008) dan juga pada periode penelitian tingkat inflasi Indonesia tercatat cukup besar (Badan Pusat Statistik).

SIMPULAN, IMPLIKASI, SARAN, DAN KETERBATASAN

Berdasarkan pengujian statistik dan didukung oleh uraian pembahasan mengenai reaksi pasar disekitar pengumuman pelaksanaan ESOP dan kinerja perusahaan (ROA, ROE, NPM, SG, EPS, PER, dan TATO) sebelum dan sesudah pelaksanaan ESOP, maka pada

penelitian ini dapat disimpulkan bahwa (1) tidak terdapat *abnormal return* positif signifikan diseperti pengumuman pelaksanaan program ESOP. Dengan demikian hipotesis pertama pada penelitian ini ditolak, (2) Kinerja perusahaan pada tahun pertama setelah pengumuman ESOP tidak lebih tinggi dari satu tahun sebelum pengumuman ESOP, dan kinerja perusahaan pada tahun kedua setelah pengumuman ESOP tidak lebih tinggi dari satu tahun sebelum pengumuman ESOP. Dengan demikian hipotesis kedua pada penelitian ini ditolak.

Dari kesimpulan ini, dapat dijelaskan bahwa pasar belum menganggap pengumuman ESOP sebagai sinyal dan informasi positif dan ESOP sendiri belum dapat meningkatkan motivasi dan sense of belonging karyawan yang tercermin dalam belum meningkatnya kinerja perusahaan pada periode setelah pengumuman ESOP. Hal ini sesuai dengan penelitian Christian Herdinata (2004) yaitu bahwa pasar cenderung bereaksi negatif di sekitar pengumuman ESOP karena belum dianggap sebagai sinyal keuntungan dan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman ESOP tidak berbeda secara signifikan. Ini dikarenakan pengumuman program ESOP belum mampu mendorong kinerja karyawan dalam meningkatkan EPS, ROA, dan *Sales Growth*.

Dengan kondisi di atas, program ESOP belum mampu memberikan kontribusi dalam peningkatan kinerja perusahaan dan belum dianggap sinyal keuntungan bagi pasar atau para investor. Namun ESOP adalah program yang sesuai untuk mengurangi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, mempertahankan karyawan-karyawan kunci dan berpotensi, dan bentuk kompensasi yang sesuai bagi karyawan yang disesuaikan dengan kinerjanya.

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan data perusahaan yang mengumumkan pelaksanaan program ESOP pada 2006 dan

2007. Di samping itu, periode penelitian ini pun hanya menggunakan periode penelitian dari 2005-sampai 2009. Kemudian penelitian ini pun hanya terbatas pada program pemberian opsi atas saham (*Employee Stock Option Program*).

Berdasarkan hasil penelitian ini, peneliti ingin memberikan beberapa saran kepada pihak-pihak yang membutuhkan informasi seputar pengumuman pelaksanaan program ESOP. Saran-saran yang disampaikan sebagai berikut: (1) diharapkan hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam pelaksanaan Program ESOP, karena penelitian ini telah memberikan gambaran mengenai reaksi pasar dan respon karyawan yang tercermin melalui kinerja perusahaan atas pengumuman pelaksanaan ESOP. Manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan penggunaan tenaga profesional dalam merancang/administrasi ESOP dan serta perlu menetapkan latar belakang yang jelas dari ESOP, dikarenakan reaksi yang diberikan pasar dan kinerja perusahaan yang tidak cukup memuaskan di seputar pelaksanaan ESOP, (2) Investor dalam menanggapi ESOP yang diputuskan akan diadopsi oleh perusahaan publik sebaiknya mempertimbangkan hasil kinerja perusahaan setelah pengumuman pelaksanaan ESOP. Investor perlu lebih memiliki tingkat pemahaman terhadap program ESOP dan pengetahuan perusahaan terhadap jenis-jenis ESOP, sehingga investor dapat menilai latar belakang ESOP yang dilakukan perusahaan dan mengestimasi pengaruh pelaksanaan ESOP terhadap kinerja karyawan dalam perusahaan, dan (3) Diharapkan penelitian selanjutnya dengan topik yang sama dapat memperluas periode penelitian sehingga akan didapatkan sampel perusahaan pelaksana ESOP yang lebih banyak. Dengan demikian, penelitiannya memperoleh hasil yang lebih sempurna dan dapat digeneralisasikan.

DAFTAR RUJUKAN

- Aboody, D, dan R. Kaznik, 2000, 'CEO Stock Option Awards And The Timing Of Corporate Voluntary Disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29: 73 – 100.
- Ball, R, dan P. Brown, 1968, 'An Empirical evaluation Of Accounting Income Numbers,' *Jurnal Of Accounting Research* :159 – 178.
- Brenner, M, RK Sundaram, dan D. Yermack. 2000, 'Altering the Term of Executive Stock Options,' *Journal of Financial Economics*,103-128.
- Carberry, 1996, 'Assessing ESOPs.', *Journal of Management in Engineering*, Vol. 17.
- Christian Herdinata, 2004, 'Analisa Penerapan ESOP terhadap Reaksi Pasar dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja Perusahaan Yang Go Public Di Bursa Efek Jakarta', Skripsi, Universitas Ciputra Surabaya.
- Colgan, P. Mc. 2001, 'Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature From a UK Perspective'. *Working paper*.
- Davidson & Worell, 1994, 'ESOP's Fable: The Influence Of Employee Stocks Ownership Plans On Corporate Stock Price And Subquent Operating Performance', *Human Resources Planning*, Januari: 69 – 85.
- Departemen Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal. Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia, 2002, 'Studi Tentang Penerapan ESOP Emiten Atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia'.
- Ida Bagus Putra Astika. 2009, 'Hubungan Keagenan dan Hukum Besi Dalam Manajemen Laba', artikel jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Udayana, Bali.
- Ida Bagus Putra Astika, 2005, 'Manfaat Dan Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Pengadopsian Program Opsi Saham Pada Perusahaan Publik Yang Listing Di Bursa Efek Jakarta' artikel jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Udayana, Bali.
- Imam Ghozali, 2009, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Semarang: Badan penerbit Universitas Diponegoro.
- Jensen, MC, and WH Meckling, 1976. 'Theory Of The Firm: Managerial Behavior Agency Costs And Capital Structure', *Journal of Financial Economic*, hal: 305 – 350.
- Jogiyanto, 2000, 'Teori Portofolio Dan Analisis Investasi', Edisi dua, BPFE: Jogjakarta.
- Kruse, Doughlash, and Blasi J, 2001, 'Employee Stock Ownership And Corporate Performance Among Public Companies'.
- Kodrat, David Sukardi, dan Christian Herdinata, 2009, *Manajemen Keuangan Based On Empirical Research*, Graha Ilmu.
- Mamduh M. Hanafi dan Abdul Halim, 2007, *Analisis laporan Keuangan*, Edisi tiga, UPP STIM YKPN.
- Mehran, Hamid, 1999, 'ESOP Companies and Return On Asset,' *Jurnal of Employee Ownership Law and Finance*, Vol 14. No.1.
- Quintero, S, ML Young and M. Blair, 1997, 'Executive Stock Option: Risk and Incentives', *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 10, No. 2.
- Rosen, Corey, And Michael Quarrey, 1987, 'How Well Is Employee Ownership Working?', *Harvard Bussines Review*, September – October 1997, No.5.
- Scott, WR 2000, *Financial Accounting Theory*, Second Edition, Ontario: Prentice Hall Canada Inc.
- Slamet Haryono, 2005, 'Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan' *Jurnal. Akuntansi & Bisnis*, Vol. 5, No. 1, Februari : 63-71.

Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, 1st edition, BPFE : Yogyakarta.

Wild, John J, dan KR Subramanyam, 2009, *Analisa laporan Keuangan*, Salemba Empat.