

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 *Employee Stock Ownership Program (ESOP)*

ESOP adalah salah satu bentuk remunerasi melalui kepemilikan saham perusahaan oleh karyawan di perusahaan yang mempekerjakan karyawan itu. Sejarah pertumbuhan ESOP dimulai sejak lima puluh tahun yang lalu di Amerika. Pencetus ide mengenai ESOP adalah seorang ahli hukum yang juga *investment banker* bernama Louis Kelso. Pada mulanya, gagasan Kelso tersebut tidak dilirik oleh banyak perusahaan. Hal ini dikarenakan belum adanya ketentuan yang memberikan kemudahan serta manfaat tertentu terhadap perusahaan yang bermaksud melaksanakan program ESOP. Untuk mendorong pertumbuhan ESOP, pada tahun 1973 Kelso mengusulkan kepada senator Russell Long (ketua *The Tax Senate Finance Committee*) agar merumuskan dalam peraturan perundang-undangan tentang pemberian kemudahan serta fasilitas terhadap pelaksanaan program ESOP. Hal ini mendapat tanggapan positif dengan dibuatnya *The Employee Retirement Income Security Act 1974 (ERISA)*. Selanjutnya, ESOP juga diatur dalam *The Tax Act of 1984*.

Dalam perkembangan selanjutnya, terdapat beberapa pendekatan yang tersedia bagi perusahaan untuk menerapkan ESOP. Penggunaan masing-masing pendekatan tersebut tergantung dari kebutuhan masing-masing perusahaan. Tiap-tiap pendekatan memiliki ketentuan yang khusus. Masing-masing pendekatan tersebut adalah sebagai berikut:

1. Pemberian Saham (*Stock Grants*)

Stock Grants adalah suatu pendekatan dimana perusahaan langsung menghibahkan saham perusahaannya kepada karyawan-karyawan terpilih sebagai penghargaan kepada karyawan yang berkinerja tinggi, mengenalkan pentingnya seorang karyawan kunci, atau sistem penggajian baru di suatu organisasi. Hibah ini dapat berupa tanpa batasan (*non restricted*) dan dengan batasan (*restricted*). Pemberian saham tanpa pembatasan adalah suatu pemberian penghargaan berupa saham, biasanya diberikan kepada karyawan kunci untuk mencapai tujuan keuangan atau tujuan strategis. Penghargaan ini mirip dengan suatu bonus kas tradisional tetapi penghargaannya dalam bentuk saham. Pemberian saham dengan pembatasan adalah suatu penghargaan yang terikat dengan syarat-syarat yang harus dipenuhi karyawan. Pembatasan yang paling umum adalah suatu jadwal tunggu berdasarkan waktu, yang mengharuskan karyawan untuk tetap di perusahaan selama suatu jangka waktu tertentu sebelum seluruh kepemilikan atas seluruh sahamnya ditransfer. Pengunduran diri atau pemutusan hubungan kerja karyawan sebelum memenuhi ketentuan tersebut akan berakibat pada hilangnya hak atas pemberian saham yang belum terlewati masa tungguannya dan akan dikembalikan ke perusahaan. Kelebihan dan kekurangan *stock grants* adalah sebagai berikut:

Kelebihan:

- *Stock Grants* merupakan program yang sederhana untuk diimplementasikan dan mudah dipahami oleh karyawan.

- Dengan diberikannya ketentuan *vesting*, *stock grant* dapat menjadi suatu alat retensi karyawan yang efektif.
- Program ini memberikan suatu cara bagi perusahaan untuk memberikan insentif tanpa menggunakan sumber daya kas.
- Memberikan karyawan suatu partisipasi modal di perusahaan.

Kekurangan:

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

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

Program ini memungkinkan karyawan untuk membeli saham perusahaan dengan persyaratan yang menguntungkan. Namun keputusan untuk membeli saham tersebut adalah sukarela. Dengan program ini, karyawan dapat membayar sahamnya melalui pemotongan gaji. Kelebihan dan kekurangan pembelian saham adalah sebagai berikut:

Kelebihan:

- Dapat meningkatkan modal perusahaan.

- Relatif sederhana untuk dibuat dan mudah bagi karyawan untuk memahaminya.
- Dapat mengembangkan jiwa investasi para karyawan.

Kekurangan:

- Biaya investasi dapat menghambat karyawan dalam berpartisipasi.
- Program ini mengharuskan dibentuknya struktur administrasi untuk mengumpulkan dana, membeli saham, dan memantau ketaatan sesuai dengan peraturan yang berlaku.

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

Dalam program ini, perusahaan memberikan kepada karyawan suatu hak atau opsi untuk membeli suatu jumlah tertentu atas saham perusahaan sepanjang periode waktu tertentu, dan membayar dengan harga yang telah ditetapkan pada saat tanggal pemberian. Periode waktu tertentu tersebut biasanya antara 5 sampai 10 tahun dimulai pada tanggal pemberian dan harganya biasanya sama dengan harga pasar wajar saham pada saat pemberian. Jika harga saham perusahaan meningkat dalam tahun-tahun setelah pemberian, karyawan mendapatkan keuntungan dengan membeli saham pada harga lebih rendah yaitu harga yang berlaku pada waktu pemberian dan kemudian menjualnya dengan harga yang lebih tinggi. Nilai suatu opsi saham bagi karyawan sifatnya terkait pada kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Perusahaan dapat mengaitkan pemberian opsi kepada kinerja kelompok atau individual dengan berbagai cara. Sebagaimana dengan bonus kas, perusahaan

bebas untuk memutuskan kepada siapa mereka akan memberikan opsi dan berapa banyaknya opsi yang akan mereka berikan kepada masing-masing individu. Pada masa lalu, perusahaan biasanya membatasi pemberian opsi saham hanya kepada manajemen, dan pada beberapa perusahaan, program opsi saham masih menggunakan cara tersebut. Namun demikian, kini terdapat kecenderungan (peningkatan) bahwa perusahaan-perusahaan memberikan opsi saham lebih jauh ke dalam organisasinya, seringkali melibatkan seluruh karyawan.

Opsi dapat menjadi suatu motivator yang lebih efektif dibandingkan suatu bonus kas. Karena tidak seperti kas, opsi terus menerus berlaku sebagai suatu insentif yang baik bagi karyawan setelah mereka diberikan opsi, karena nilai sebenarnya akan ditentukan dengan kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Pelaporan atas Opsi Saham dalam Laporan Keuangan

Satu dari pertimbangan utama pemberian opsi saham kepada karyawan adalah, dalam banyak kasus, perusahaan “bebas” dari segi pelaporan keuangan. Suatu perusahaan harus mengakui beban kompensasi atas nilai estimasi opsi hanya dalam situasi tertentu. Ini termasuk jenis opsi dengan jumlah saham atau harga pelaksanaan tidak diketahui atau kontinjen dengan kejadian yang akan datang. Transaksi opsi lainnya yang akan mengharuskan perusahaan untuk mengakui beban yaitu :

- Jika opsi diberikan pada harga *discount* dari harga pasar wajar
- Jika ketentuan *vesting* didasarkan semata-mata hanya untuk mencapai tujuan kinerja
- Jika opsi saham diterbitkan kepada non karyawan

- Jika modifikasi dibuat untuk program opsi saham, termasuk perpanjangan, pembaruan dan modifikasi yang akan mengurangi harga pelaksanaan atau meningkatkan jumlah saham atas opsi
- Jika harga opsi dirubah, atau opsi dibatalkan dan diterbitkan kembali, untuk mengurangi harga pelaksanaan
- Jika opsi diberikan kepada karyawan yang berkerja di perusahaan afiliasi yang tidak dimiliki secara mayoritas oleh perusahaan yang memberikan opsi.

Dalam hal perusahaan tidak harus mengakui beban, perusahaan harus melaporkan nilai opsi pada saat menyiapkan laporan keuangan *audited*, menggunakan suatu model penilaian opsi (misalnya, *Black Scholes*) untuk mengestimasi akibat dari setiap opsi yang masih beredar pada laba bersih dan laba per saham. Informasi ini harus diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Kelebihan dan kekurangan opsi adalah sebagai berikut:

Kelebihan:

- Opsi saham mengaitkan imbalan kepada karyawan dengan keberhasilan yang akan datang karena opsi tersebut hanya bernilai jika harga saham perusahaan meningkat.
- Opsi dapat menjadi alat yang efektif untuk mempertahankan karyawan jika dikaitkan dengan jadwal waktu tunggu.

Kekurangan:

- Karena kompleksitasnya, opsi saham dapat sulit dimengerti oleh karyawan.
- Kas yang dikeluarkan karyawan pada saat pelaksanaan dapat dipandang sebagai suatu hal yang negatif bagi karyawan.

- Jika harga saham turun dibawah harga pelaksanaan, opsi tidak dapat memberikan insentif keuangan bagi karyawan.

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.

ESOPs dapat dikategorikan menjadi 2 bentuk, yaitu ESOPs *non-leveraged* dan ESOPs *leveraged*. Dengan ESOPs *non-leveraged*, perusahaan membuat suatu akun *Trust* setiap tahun atas nama masing-masing karyawan yang akan dikontribusi ke suatu program pensiun. Kontribusi tersebut dapat dibuat dalam bentuk saham, atau dapat juga berbentuk kas yang kemudian akan digunakan oleh *trust* untuk membeli saham perusahaan. Saham yang diperoleh dengan program ini dialokasikan kepada akun-akun perorangan yang dikelola untuk masing-masing karyawan yang berpartisipasi. Para karyawan akan menerima saldo akun mereka setelah pensiun atau diberhentikan oleh perusahaan. Sementara itu, ESOPs *leveraged* dapat digambarkan dalam 4 tahap sebagai berikut:

- Tahap pertama : Nilai pasar wajar saham pemilik ditentukan melalui jasa seorang profesional, yaitu konsultan penilai independen.
- 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*.

Tahap ketiga : *Trustee* meminjam uang dari bank atau kreditur lainnya dan menggunakan kredit perusahaan sebagai penjamin.

Tahap keempat : *Trustee* mewakili pemilik dengan sebuah *check* untuk harga beli dan pemilik mentrasfer 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* dan *Stock Appreciation Rights* (SARs)

Selain pendekatan-pendekatan di atas, ada pendekatan lain yang dapat digunakan untuk membagi ekuitas dengan para karyawan tanpa mengakibatkan transfer kepemilikan saham kepada para karyawan. Pendekatan tersebut adalah *phantom stock* dan SARs. Sering kali disebut sebagai “*synthetic equity*” programs (program ekuitas sintetis). Program jenis ini dapat dipakai apabila transfer aktual atas kepemilikan ekuitas kepada karyawan adalah tidak memungkinkan atau tidak diinginkan.

Dengan *phantom stock* atau SARs, karyawan akan mendapat insentif dari keuntungan ekonomis atas kepemilikan saham tanpa disertai terjadinya transfer saham sesungguhnya. Kelebihan dan kekurangan *phantom stock* dan SARs adalah sebagai berikut:

Kelebihan:

- Dengan ketentuan jadwal waktu tunggu, SARs dan *phantom stock* dapat memberikan metode yang efektif untuk mempertahankan karyawan.

- SARs dan phantom stock tidak mendilusi kendali suara dan hak-hak kepemilikan lainnya dari pemilik yang ada.

Kekurangan:

- Menyebabkan potensi penurunan kas yang signifikan bagi perusahaan ketika nilai dari penghargaan dibayarkan.
- Karyawan dikenakan pajak pada tarif penghasilan biasa atas total nilai penghargaan.

2.1.1 Tujuan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP)

Suatu perusahaan menyelenggarakan ESOP karena ingin mencapai suatu tujuan. Beberapa tujuan tersebut antara lain adalah sebagai berikut:

- a) Memberikan penghargaan (*reward*) kepada seluruh pegawai, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya terhadap peningkatan kinerja perusahaan.
- b) Meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan terhadap perusahaan karena mereka juga pemilik perusahaan, sehingga diharapkan akan meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan.
- c) Menarik, mempertahankan, dan memotivasi pegawai kunci perusahaan dalam rangka peningkatan *shareholder value*.
- d) Sebagai sarana program sumber daya manusia untuk mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan jangka panjang.

2.1.2 Pelaksanaan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) di Indonesia

Menurut Tim Studi Penerapan ESOP Pasar Modal Indonesia, pelaksanaan ESOP di Indonesia dapat dibagi menjadi dua kelompok. Kelompok pertama adalah perusahaan-perusahaan publik yang menerapkan ESOP melalui program alokasi khusus bagi karyawan (*employee stock allocation/ESA*), program pemberian bonus dalam bentuk saham (*share bonus plan*) dan program pemberian opsi atas saham (*stock option plan*). Kelompok kedua adalah perusahaan-perusahaan yang merupakan anak perusahaan dari perusahaan multinasional di luar negeri. Perusahaan multinasional tersebut, sebagai bagian dari paket kompensasi bagi pegawainya menerapkan suatu program ESOP secara global, yang juga diterapkan kepada karyawan dari anak perusahaannya di Indonesia yang diidentifikasi telah memenuhi syarat untuk berpartisipasi dalam program tersebut.

Dalam kaitannya dengan ESOP yang dilaksanakan oleh perusahaan publik, maka terdapat dua peraturan pokok yang mempengaruhi implementasi ESOP di Indonesia, yaitu :

- a) 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
- b) Peraturan Bapepam No. IX.D.4 tentang Penambahan Modal tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) yang pada intinya dikeluarkan untuk lebih memudahkan emiten untuk mengatasi permasalahan keuangannya.

Peraturan ini menjelaskan bahwa emiten atau perusahaan publik dapat menambah modal tanpa memberikan HMETD kepada pemegang saham sepanjang ditentukan dalam anggaran dasar dan jika dalam jangka waktu 3 (tiga) tahun, penambahan modal tersebut sebanyak-banyaknya 5% dari modal disetor. Atas dasar tersebut, maka banyak emiten yang menggunakan ketentuan ini untuk menambah modal saham sebesar 5% dari jumlah modal disetor yang sudah ada dalam rangka program ESOP. Namun demikian, ketentuan ini juga tidak menghilangkan kemungkinan terkenanya kriteria Penawaran Umum. Karena ketentuan ini menyatakan bahwa *“Dalam hal penambahan modal dilaksanakan melalui Penawaran Umum, maka pelaksanaannya wajib mengikuti ketentuan Pernyataan Pendaftaran dan Ketentuan tentang Penawaran Umum lainnya.”* Selain itu, aspek keterbukaan yang disyaratkan oleh ketentuan ini untuk penambahan modal tanpa melalui Penawaran Umum hanya terbatas pada hal-hal sebagai berikut :

- Analisis dan pembahasan oleh manajemen mengenai kondisi keuangan
- Proforma perusahaan
- Pengaruh peningkatan modal terhadap pemegang saham setelah penambahan modal
- Alasan penambahan modal tanpa hak memesan saham terlebih dahulu merupakan pilihan terbaik

Untuk pencatatan akuntansinya, ESOP secara khusus diatur dalam PSAK No.53 tentang Akuntansi Kompensasi Berbasis Saham. Peraturan ini mulai berlaku sejak 1 Oktober 1998.

2.2 Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan merupakan prestasi yang dicapai oleh suatu perusahaan dalam satu kurun waktu tertentu yang dapat mencerminkan tingkat perkembangan kesehatan perusahaan. Kinerja keuangan sebuah perusahaan dapat diketahui dari analisis laporan keuangan.

2.2.1 Laporan Keuangan

Laporan keuangan adalah suatu laporan yang menggambarkan hasil dari proses akuntansi yang digunakan sebagai alat komunikasi data keuangan atau aktivitas perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan data-data atau aktivitas tersebut (Sundjaja dan Barlian, 2002). Harnanto (2002:5) menyebutkan bahwa laporan keuangan terdiri dari:

- a. Neraca, suatu ikhtisar tentang posisi atau keadaan keuangan perusahaan pada tanggal atau saat tertentu.
- b. Laporan Laba-Rugi, suatu ikhtisar tentang laba bersih dan komponen-komponen yang mempengaruhi laba-rugi perusahaan dalam suatu periode.
- c. Laporan Arus Kas, suatu ikhtisar tentang penerimaan dan pengeluaran kas perusahaan dalam suatu periode.
- d. Laporan Perubahan Ekuitas, yang mendeskripsikan perubahan-perubahan pada laba yang ditahan dari perusahaan dalam suatu periode.

Data-data keuangan yang terdapat dalam laporan keuangan akan lebih berarti jika dibandingkan dengan beberapa periode sebelumnya dan dianalisis lebih lanjut.

2.2.2 Analisis Laporan Keuangan

Laporan keuangan sebagai hasil akhir dari proses akuntansi memiliki keterbatasan-keterbatasan yang pada umumnya tidak dipahami keseluruhannya oleh pihak-pihak yang tidak mendapatkan atau mempelajari tentang akuntansi (Harnanto, 1991:55). Untuk itulah makna yang terkandung dalam laporan keuangan harus dianalisis dan diinterpretasikan sehingga dapat membantu para pemakainya dalam membuat keputusan ekonomi. Analisis laporan keuangan adalah suatu proses penilaian yang bertujuan untuk mengevaluasi posisi keuangan dan hasil-hasil operasi perusahaan pada masa lalu dan sekarang dengan tujuan untuk memprediksi kondisi keuangan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Dalam melakukan analisis laporan keuangan, terdapat beberapa alat analisis yang dapat digunakan. Menurut Weygandt et al.(2005:768) terdapat 3 alat analisis yang sering digunakan, yaitu:

- Analisis Horizontal

Mengevaluasi beberapa data laporan keuangan selama periode waktu tertentu.

- Analisis Vertikal

Mengevaluasi data laporan keuangan dengan menggambarkan tiap item laporan keuangan dalam persentase.

- Analisis Rasio

Analisis rasio menggambarkan hubungan antara beberapa item dari data laporan keuangan.

2.2.3 Analisis Rasio

Analisis rasio merupakan salah satu alat analisis laporan keuangan yang paling populer dan banyak digunakan. Menurut Weygandt et al.(2005:775-784), rasio keuangan dibagi menjadi 3 kelompok besar, yaitu:

a. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk memenuhi utang yang jatuh tempo dan untuk memenuhi kebutuhan kas yang tidak terduga. Contoh rasio likuiditas adalah: *current ratio*, *acid-test (quick) ratio*, *receivable turnover* dan *inventory turnover*.

b. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur laba atau kesuksesan operasi dari perusahaan selama periode waktu tertentu. Kurangnya laba akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam mendapatkan utang dan pendanaan modal. Laba juga mempengaruhi posisi likuiditas perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk berkembang. Profitabilitas sering digunakan sebagai ultimate test untuk mengukur efektivitas operasi manajemen. Contoh rasio profitabilitas adalah: *profit margin*, *asset turnover*, *return on asset*, *return on equity* dan *earnings per share*.

c. Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk bertahan selama periode waktu yang cukup lama. Contoh rasio solvabilitas adalah: *debt to total asset ratio* dan *times interest earned*.

2.2.4 Return on Asset (ROA)

Menurut SFAC nomor 5, informasi laba merupakan perhatian utama untuk menaksir kinerja keuangan atau pertanggung jawaban manajemen. Sehingga dengan informasi laba kita dapat melihat efektivitas perusahaan dalam menggunakan sumber dayanya. Efektivitas perusahaan dalam menggunakan sumber dayanya diukur dengan menggunakan rasio profitabilitas, yakni rasio *Return on Asset (ROA)*.

Return on Asset (ROA) tergolong dalam rasio profitabilitas yang merupakan hasil akhir bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan. Rasio ini adalah tingkat pengembalian atas total aktiva yang dihitung dengan membagi laba bersih setelah pajak dengan total aktiva. ROA digunakan untuk mengukur seberapa besar laba bersih yang dapat diperoleh dari seluruh kekayaan yang dimiliki perusahaan. ROA mencoba mengukur efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan seluruh sumber dayanya (Weston & Copeland, 1992). ROA menggambarkan sejauh mana kemampuan aset-aset yang dimiliki perusahaan bisa menghasilkan laba (Tandelilin, 2001). Rumus ROA adalah:

$$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

2.3 Teori Keagenan

Hubungan antara ESOP terhadap kinerja perusahaan dapat dipahami dengan teori keagenan. Teori keagenan menjelaskan bahwa kekayaan shareholder akan terganggu apabila terjadi pemisahan antara pemilik dan pengelola perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Jensen dan Meckling menyatakan bahwa seorang

manajer yang mengelola perusahaan yang dijalankan dengan uang orang lain, tidak dapat diharapkan akan mengawasi perusahaan tersebut dengan tingkat kewaspadaan yang sama dengan manajer yang mengelola perusahaan yang dijalankan dengan uangnya sendiri. Shareholder secara tidak langsung dapat dirugikan dengan keputusan-keputusan yang dibuat manajer. Sebagai contoh, dalam membuat keputusan investasi, manajer cenderung untuk mengambil resiko yang lebih rendah dibandingkan dengan keputusan yang dibuat oleh pemilik. Dalam mengelola perusahaan, manajer cenderung untuk memaksimalkan penjualan dibanding profit, dan melakukan pemerataan laba (Amihud dan Kamin, 1979) Sebagai akibatnya, kinerja perusahaan secara keseluruhan akan terganggu karena keputusan-keputusan manajerial yang tidak optimal.

Jensen dan Meckling mengidentifikasi *cost* keagenan menjadi 3, yaitu: (1) *The monitoring expenditure by the principal* (*cost* pengawasan yang harus dikeluarkan oleh pemilik), (2) *The bonding cost* (*cost* yang harus dikeluarkan akibat pemantauan yang harus dikeluarkan prinsipal kepada agen), dan (3) *The residual cost* (pengorbanan akibat berkurangnya kemakmuran prinsipal karena perbedaan keputusan antara prinsipal dan agen).

2.4 Pengembangan Hipotesis

Ada beberapa penelitian yang telah dilakukan untuk menguji perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah penerapan ESOP. Wagner dan Rosen (1985) mengadakan penelitian untuk menguji pendapat itu. Hasilnya ditemukan bahwa perusahaan yang menerapkan ESOP melakukan kinerja yang lebih baik

dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menerapkannya yang diukur melalui pertumbuhan penjualan, *operating profit margin*, *return on equity*, dan pertumbuhan nilai buku per lembar saham. Penelitian serupa yang dilakukan oleh Rosen dan Klein (1983) serta Marsh dan McAllister (1981) menemukan bahwa perusahaan yang menerapkan ESOP tumbuh lebih cepat dari perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama. Conte dan Tannenbaum (1978) mengemukakan bahwa perusahaan yang menerapkan ESOP 1,5 kali lebih menguntungkan daripada perusahaan tradisional. Sementara itu, Pugh, Oswald, dan Jahera (2000) mengemukakan bahwa ESOP memberikan dampak positif yang kecil terhadap kinerja perusahaan jangka pendek. Trebucq (2004) mengemukakan bahwa kinerja perusahaan setelah penerapan ESOP lebih baik dibanding kinerja perusahaan sebelum penerapan ESOP yang diukur dengan rasio ROA dan ROE.

Sebelum penerapan ESOP terjadi konflik kepentingan antara *principal* dan agen di dalam perusahaan. Akibatnya kinerja keuangan yang dicapai pun tidak optimal. Dengan adanya penerapan ESOP, maka konflik kepentingan dapat teratasi sehingga kinerja keuangan yang dicapai pun dapat lebih optimal. Hipotesis yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini adalah:

Ha: Ada perbedaan antara kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penerapan ESOP.