

# Akuntabilitas

Volume 4 No 3 Desember 2011

ISSN: 1979-858X

## Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing

**Pengaruh Pengadopsian Program Opsi Saham Karyawan terhadap Kinerja Perusahaan dengan Relative Performance Evaluation**  
Etik Kresnawati

**The Disclosure Compliance to Governmental Accounting Standard in Indonesian Municipalities**  
Putriesti Mandasari

**Pengaruh Faktor Individual dan Faktor Organisasional terhadap Profesionalisme Auditor (Survey pada Auditor di Wilayah Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Yogyakarta)**  
Eko Suyono

**Influence of Role Stress to Auditor Performance With Emotional Quatient as Moderating Variable**  
Rini, Rahmawati, dan Amilin

**Pengaruh Total Quality Management, Partisipasi Anggaran, dan Sistem Penghargaan terhadap Kinerja Manajerial dengan Motivasi Kerja sebagai Variabel Moderating**  
Windi Astuti dan Yusro Rahma

**Pengaruh Tingkat Leverage Keuangan (DER), Likuiditas (Current Ratio), Profitabilitas (ROA), Ukuran Perusahaan (SIZE), terhadap Tingkat Pengungkapan Informasi Pajak Penghasilan (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)**  
Firvanita dan Rahmawati



**Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
UIN Syarif Hidayatullah Jakarta**

# **AKUNTABILITAS**

*Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing*

Terbit tiga kali setahun. Berisi tulisan yang diangkat dari hasil penelitian dan kajian analisis-kritis di bidang ilmu akuntansi.

**Penanggung Jawab**  
Abdul Hamid

**Ketua Penyunting**  
Rahmawati

**Managing Editor**  
Yessi Fitri

**Penyunting Ahli**  
Ahmad Rodoni  
Hepi Prayudiawan

**Penyunting Pelaksana**  
Zuwesty Eka Putri  
Afried Lazuardi

**Sekretariat**  
Ani Astuti

Alamat Redaktur dan Tata Usaha:

Gedung Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah,  
Jl Ir. H. Juanda No 95 Ciputat 15412, Kota Tangerang Selatan, Banten  
Telepon (021)7493318; Fax (021)7496006; Email: [jurnal.akuntabilitas@gmail.com](mailto:jurnal.akuntabilitas@gmail.com)

Jurnal Akuntabilitas diterbitkan sejak tahun 2008 oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah.



Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
UIN Syarif Hidayatullah Jakarta

# AKUNTABILITAS

*Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing*

## Daftar Isi

179 – 194	PENGARUH PENGADOPSIAN PROGRAM OPSI SAHAM KARYAWAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN RELATIVE PERFORMANCE EVALUATION <b>Etik Kresnawati</b>
195 – 211	THE DISCLOSURE COMPLIANCE TO GOVERNMENTAL ACCOUNTING STANDARD IN INDONESIAN MUNICIPALITIES <b>Putriesti Mandasari</b>
212 – 228	PENGARUH FAKTOR INDIVIDUAL DAN FAKTOR ORGANISASIONAL TERHADAP PROFESIONALISME AUDITOR (Survey pada Auditor di Wilayah Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Yogyakarta) <b>Eko Suyono</b>
229 – 244	INFLUENCE OF ROLE STRESS TO AUDITOR PERFORMANCE WITH EMOTIONAL QUOTIENT AS MODERATING VARIABLE <b>Rini, Rahmawati, dan Amilin</b>
245 – 259	PENGARUH TOTAL QUALITY MANAGEMENT, PARTISIPASI ANGGARAN, DAN SISTEM PENGHARGAAN TERHADAP KINERJA MANAJERIAL DENGAN MOTIVASI KERJA SEBAGAI VARIABEL MODERATING <b>Widni Astuti dan Yusro Rahmah</b>
260 – 274	PENGARUH TINGKAT <i>LEVERAGE</i> KEUANGAN (DER), LIKUIDITAS ( <i>CURRENT RATIO</i> ), PROFITABILITAS (ROA), UKURAN PERUSAHAAN ( <i>SIZE</i> ), TERHADAP TINGKAT PENGUNGKAPAN INFORMASI PAJAK PENGHASILAN (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia) <b>Firvanita dan Rahmawati</b>





### **KEBIJAKAN EDITORIAL**

Jurnal Akuntabilitas diterbitkan oleh Program Studi Akuntansi Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta secara berkala (setiap empat bulan) dengan tujuan menyebarkan informasi hasil riset akuntansi kepada para akademisi, praktisi, mahasiswa dan lain-lain yang tertarik pada riset akuntansi. Jadwal terbit Akuntabilitas pada bulan April, Agustus, dan Desember setiap tahunnya. Lingkup hasil riset akuntansi yang dimuat dalam Akuntabilitas, antara lain meliputi bidang: akuntansi keuangan, pasar modal, akuntansi manajemen, akuntansi sector public, auditing, system informasi dan perpajakan.

Akuntabilitas menerima kiriman artikel hasil riset akuntansi yang ditulis dalam Bahasa Indonesia atau Bahasa Inggris. Penulis harus menyatakan bahwa artikel yang dikirim ke Akuntabilitas tidak dikirimkan atau telah dipublikasikan dalam jurnal yang lain. Untuk artikel hasil riset dengan pendekatan survey atau eksperimental, penulis, harus melampirkan instrument riset (kuesioner, kasus, daftar wawancara, dan lain-lain). Agar hasil riset akuntansi yang dimuat dalam Akuntabilitas dapat bermanfaat untuk pengembangan praktik, pendidikan dan riset akuntansi, penulis artikel berkewajiban memberikan data riset kepada yang memerlukannya dan memberikan informasi cara memperoleh data tersebut.

Penentuan artikel yang dimuat dalam Akuntabilitas oleh editor, dengan metodologi riset yang digunakan, dan signifikan kontribusi hasil riset terhadap pengembangan profesi dan pendidikan akuntansi. Editor bertanggungjawab untuk memberikan telaah konstruktif dan, jika dipandang perlu menyampaikan hasil evaluasi kepada penulis artikel. Artikel dikirim ke editor Akuntabilitas dengan alamat :

**Jurnal Akuntabilitas**  
Gedung Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta  
Jl. Ir. H. Juanda No.95 Ciputat, Kota Tangerang Selatan 15412  
Telp. (021) 7496006, 7493318; Fax (021)7496006;  
Email: [jurnal.akuntabilitas@gmail.com](mailto:jurnal.akuntabilitas@gmail.com)  
<http://www.jurnal.aktfebuinjkt.ac.id>



## PEDOMAN PENULISAN ARTIKEL

Berikut ini adalah pedoman penulisan artikel dalam jurnal Akuntabilitas yang diharapkan dapat menjadi pertimbangan bagi penulis.

1. Sistematika pembahasan dalam artikel setidaknya terdiri atas bagian-bagian sebagai berikut:

**Abstrak/Sinopsis** bagian ini memuat ringkasan riset, antara lain mengenai: masalah riset, tujuan, metode, temuan, dan kontribusi hasil riset. Abstrak disajikan di awal teks dan terdiri antara 150 s.d. 400 kata (sebaiknya disajikan dalam bahasa Inggris). Abstrak diikuti dengan sedikitnya empat kata kunci (*keywords*) untuk memudahkan penyusunan indeks artikel.

**Pendahuluan** menguraikan latar belakang (motivasi) riset, rumusan masalah riset, pernyataan tujuan, dan (jika dipandang perlu) organisasi penulisan artikel.

**Kerangka Teoretis dan Pengembangan Hipotesis** (jika ada) memaparkan kerangka teoretis berdasarkan telaah literatur yang menjadi landasan logis untuk mengembangkan hipotesis atau proposisi riset dan model riset (jika dipandang perlu).

**Metode Riset** memuat metode seleksi dan pengumpulan data, pengukuran dan definisi operasional variabel, dan metode analisis data.

**Analisis Data** menguraikan analisis data riset dan deskriptif statistik yang diperlukan.

**Pembahasan dan Kesimpulan** berisi pembahasan mengenai temuan dan kesimpulan riset.

**Implikasi dan Keterbatasan** menjelaskan implikasi temuan dan keterbatasan riset, serta jika perlu saran yang dikemukakan peneliti untuk riset yang akan datang.

**Daftar Referensi** memuat sumber-sumber yang dikutip di dalam penulisan artikel. Hanya sumber yang diacu yang dimuat di daftar referensi ini.

**Lampiran** memuat tabel, gambar, dan instrumen riset yang digunakan.

2. Artikel diketik dengan jarak baris dua pada kertas A4 (8,27" x 11,69"). Kutipan langsung yang panjang (lebih dari tiga setengah baris) diketik dengan jarak baris satu dengan *indented style* (bentuk berinden).
3. Panjang artikel tidak lebih atas 7.000 kata (dengan jenis huruf *Garamond* ukuran 11-12) atau antara 15 s.d. 25 halaman kuarto.
4. Margin atas, bawah, kiri dan kanan sekurang-kurangnya 1 inci.
5. Halaman muka (cover) setidaknya menyebutkan judul artikel dan identitas penulis.
6. Semua halaman, termasuk tabel, lampiran, dan referensi harus diberi nomor urut halaman.



7. Tabel/gambar sebaiknya disajikan pada halaman terpisah dari badan tulisan (umumnya di bagian akhir naskah). Penulis cukup menyebutkan pada bagian di dalam teks, tempat pencantuman tabel atau gambar.
8. Setiap tabel atau gambar diberi nomor urut, judul yang sesuai dengan isi tabel atau gambar, dan sumber kutipan (bila relevan).
9. Kutipan dalam teks sebaiknya ditulis di antara kurung buka dan kurung tutup yang menyebutkan nama akhir penulis, tahun tanpa koma, dan nomor halaman jika dipandang perlu.

Contoh:

- a. Satu sumber kutipan dengan satu penulis (Arens 1991). Jika disertai nomor halaman: (Arens 1981: 845).
  - b. Satu sumber kutipan dengan dua penulis (Kieso dan Weygant 1991).
  - c. Satu sumber kutipan dengan lebih dari dua penulis (Kieso dkk. 1995 atau Kieso et al. 1990).
  - d. Dua sumber kutipan dengan penulis yang berbeda (Robert 1990; Mira 1988)
  - e. Dua sumber kutipan dengan penulis yang sama (Jerry 1981, 1983). Jika tahun publikasi sama (Disney 1982a, 1982b).
  - f. Sumber kutipan yang berasal dari pekerjaan suatu institusi sebaiknya menyebutkan akronim institusi yang bersangkutan misalnya, (UIN 2009).
10. Setiap artikel harus memuat daftar referensi (hanya yang menjadi sumber kutipan) dengan ketentuan penulisan sebagai berikut:
- a. Daftar referensi disusun alfabetis sesuai dengan nama penulis atau nama institusi.
  - b. Susunan setiap referensi: nama penulis, tahun publikasi, judul jurnal atau buku teks, nama jurnal atau penerbit, nomor halaman.
  - c. Contoh:

Financial Accounting Standard Board, Committee on Concepts and Standards for External Financial Reports. 1987. *Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance*. Minnesota, AF: AAA. Demski, J.S., dan D.E.M. Sappington. 1989. Hierarchical Structure and Responsibility Accounting, *Journal of Accounting Research* 27 (Spring): 40-58.

Anthony, Robert.; V. Govindarajan; dan R. Magee. 1989. *Management Control System*. Paper, Northwestern University, Evansto, IL.

Pujiati, A. 2000. *The Effect of Participative Budgeting on Job Performance and Job Satisfaction with Locus of Control and Cultural Dimensions as Moderating Variables*. Ph.D. dissertation. University of Malaysia, Kualalumpur.

Dino, A. 2002. Analysis of Variance In Decisions Making. *Jurnal Kelola*, 12 (Oktober) 43-50.



Alfano, T.M. 2002a. Distrutive Justice and Tax Policy. *The Accounting Review*, 59 (October): 619636.

-----, 1984b. The Perceived Effects of Tax Policy on Public Government. *The Journal of Accountancy*, 6 (Fall): 7-19.

Artikel diserahkan dalam bentuk Compact Disc (CD) dan empat eksemplar cetakan.



## PENGARUH PENGADOPSIAN PROGRAM OPSI SAHAM KARYAWAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN RELATIVE PERFORMANCE EVALUATION

**Etik Kresnawati**

*Politeknik Muhammadiyah, Yogyakarta*

### *Abstrak*

*Penelitian ini secara umum bertujuan untuk menguji kembali apakah ada peningkatan kinerja keuangan dan saham pada perusahaan yang mengadopsi POSK. Hasil pengujian justru menunjukkan sebaliknya, yaitu penurunan kinerja baik keuangan maupun saham selama periode pengadopsian POSK. Demikian juga ketika dilakukan pengujian dengan relative performance evaluation, kinerja keuangan perusahaan yang mengadopsi program opsi saham karyawan tidak menunjukkan perbedaan kinerja yang signifikan.*

### **Pendahuluan**

Isu tentang kompensasi eksekutif sampai saat ini masih menjadi topik yang menarik untuk diulas baik oleh kalangan akademisi maupun praktisi. Tingginya kompensasi yang dibayarkan oleh perusahaan publik di US kepada CEO selama periode 1990an (Murphy 1999, Hall dan Murphy 2003, Bebchuk dan Gristein 2005) memancing perdebatan tentang faktor-faktor yang menjadi determinan besaran kompensasi tersebut. Perdebatan ini semakin menghangat setelah Bebchuk dan Fred (2004) mengulas bahwa tingginya kompensasi eksekutif (CEO) tidak diimbangi dengan peningkatan kinerja yang signifikan (*pay without performance*).

Riset di bidang ini muncul pada awal 1980an, seiring dengan semakin adanya penerimaan terhadap teori keagenan yang dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling (1976) dan adanya data-data yang mendukung dilakukannya riset-riset empiris. Riset-riset awal ini difokuskan pada pendokumentasian hubungan antara kompensasi CEO dan kinerja perusahaan (Coughlan dan Schmidt 1985, Murphy 1985, Jensen dan Murphy 1990, Abowd 1990). Riset lain menekankan pada pengujian apakah ada pemberhentian CEO karena buruknya kinerja (Weisbach 1988, Warner *et al.* 1988) dan apakah penghargaan yang diberikan atas kinerja CEO mempertimbangkan pasar atau industri (Antle dan Smith 1986, Gibson dan Murphy 1990).

Kompensasi berbasis-saham, sebagai salah satu mekanisme pengawasan internal, mempunyai perspektif jangka panjang yang memancang karyawan berkualitas untuk memaksimalkan nilai perusahaan karena mereka tidak lagi bertindak hanya sebagai pengelola (karyawan) tetapi juga sebagai pemilik perusahaan. Namun demikian, keefektivan pengadopsian program opsi saham karyawan (POSK) masih diperdebatkan karena beberapa peneliti menemukan bahwa POSK tidak menunjukkan asosiasi positif dengan kinerja (Murphy 1985, Sautner dan Weber 2008). Eksekutif yang juga menikmati program ini, dengan kewenangan yang dimilikinya untuk mengontrol beberapa faktor penentu kinerja, justru mempunyai peluang untuk melakukan aktivitas “kreatif” untuk meningkatkan nilai pribadinya dengan biaya pemegang saham (Hall dan Murphy 2000, Aboody dan Kasznik 2000, Palmrose 2004, Cheng dan Warfield 2005). Hal ini menunjukkan ketidakselarasan antara prediksi teori dengan praktik yang terjadi.



Di Indonesia, peluang untuk melakukan penelitian terkait kompensasi masih terbuka luas. Sedikitnya riset di bidang ini mungkin disebabkan keterbatasan data kompensasi yang masih dianggap sebagai informasi privat perusahaan. Walaupun ada perusahaan yang mengungkapkan informasi ini, jumlahnya hanya sedikit dan itupun hanya dalam bentuk besaran total (lihat data di *JSX Watch* 2006-2007, 2007-2008, 2008-2009). Berbeda dengan di Amerika, BAPEPAM tidak mengharuskan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk mengungkapkan informasi rinci terkait dengan informasi kompensasi eksekutifnya. Peluang penelitian justru terbuka untuk kompensasi berbasis ekuitas (opsi saham). Disamping IAI membuat standar khusus tentang opsi saham pada tahun 1998 (PSAK No. 53), BAPEPAM juga mempunyai peraturan terkait dengan opsi saham walaupun tidak secara khusus terkait dengan POSK yaitu peraturan No. IX.A.7 tentang "tanggung jawab manajer penjabatan dalam rangka pemesanan dan penjabatan efek dalam penawaran umum," peraturan No. IX.D.4 tentang "penambahan modal tanpa hak memesan efek," peraturan No. IX.E.1 tentang "benturan kepentingan transaksi tertentu" dan peraturan No. XI.B.2 tentang "pembelian kembali saham yang dikeluarkan oleh emiten atau perusahaan publik" (BAPEPAM: 2009). Data laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI menunjukkan peningkatan jumlah pengadopsian opsi saham karyawan mulai tahun 1999-2004 (Astika 2007).

Beberapa riset terkait dengan program opsi saham karyawan (POSK) telah dilakukan di Indonesia. Asyik (2005) meneliti perilaku "oportunistik" manajemen yang melakukan manajemen laba menurun di seputar tanggal hibah dan manajemen laba meningkat menjelang eksekusi opsi saham. Astika (2007) menguji ulang hasil penelitian Asyik (2005) dan menemukan hasil yang sama. Peneliti juga menambahkan bahwa manajemen melakukan manajemen laba meningkat menjelang penjualan saham hasil eksekusi opsi. Anwar (2006) menguji pengaruh POSK terhadap kinerja dan nilai perusahaan yang terdaftar di BEJ (sekarang BEI). Penelitian ini tidak berhasil mendukung hipotesis bahwa pelaksanaan POSK berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan dan maupun saham.

Penelitian terhadap efek program opsi saham karyawan khususnya opsi saham karyawan terhadap kinerja perusahaan masih perlu dilakukan di Indonesia karena: (1) Penelitian sebelumnya terhadap isu ini masih belum konklusif. Penelitian yang dilakukan oleh Anwar (2006) mempunyai kelemahan dalam desain penelitian. Peneliti masih rancu dengan penggunaan istilah "pengaruh" tetapi sebenarnya menguji perbedaan respon mean. Peneliti juga rancu dalam membedakan pengujian kinerja saham setelah pengadopsian POSK dengan pengujian peristiwa (*value relevance*). Pengujian kinerja POSK adalah pengujian kinerja jangka panjang karena program ini didesain untuk memancang manajer (karyawan) untuk memaksimalkan kinerja perusahaan jangka panjang. Akan menjadi tidak tepat jika penelitian dilakukan dengan menguji return abnormal untuk setiap hari dari  $t-10$  sampai  $t+10$ . (2) Penelitian Asyik (2005) dan Astika (2007), walaupun tidak menguji keefektifan POSK, mengindikasikan adanya perilaku manajemen laba yang secara teori tidak sesuai dengan tujuan POSK sebagai upaya untuk menyelaskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham melalui peningkatan kepemilikan saham bagi karyawan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali keefektifan pengadopsian POSK terhadap kinerja perusahaan. Berbeda dengan Anwar (2006), Asyik (2005) dan Astika (2007), saya hanya akan menggunakan sampel perusahaan yang mengadopsi POSK yang sifatnya kompensatori. Ketiga penelitian sebelumnya tidak membedakan



hal ini padahal sifat kompensatori dan bukan kompensatori mempunyai implikasi berbeda terhadap perlakuan akuntansi (PSAK No. 53). Berbeda dengan non-kompensatori yang tidak melaporkan selisih penjualan sebagai komponen laba rugi, opsi saham kompensatori mencatat selisih ini sebagai biaya kompensasi dan dilaporkan di laba rugi. Hal ini mungkin akan mempengaruhi respon pasar terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini tidak membedakan antara POSK dengan program opsi saham majerial (POSM) walaupun beberapa penelitian (selain di Indonesia) yang menjadi rujukan dalam penelitian ini menggunakan sampel berbasis POSM karena jumlah sampel yang sangat kecil.

Temuan dari paper ini diharapkan dapat mengkonfirmasi hasil penelitian terdahulu berkaitan dengan asosiasi antara kinerja dengan POSK (Lambert dan Larcker 1987, Defusco *et al.* 1990, Yermack 1995, Tosi *et al.* 2000, Stammerjohan 2004), khususnya di Indonesia (Anwar 2006).

### **Rerangka Teoretis dan Pengembangan Hipotesis Teori Keagenan**

Kompensasi berbasis saham, seperti hibah opsi saham manajemen dan saham, adalah mekanisme penting yang didesain untuk menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer perusahaan. Dengan menggunakan metafora kontrak, teori keagenan (Jensen dan Meckling 1976) yang menjadi pijakan dalam memodelkan hubungan antara kedua pihak ini mencoba menjelaskan dua masalah yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan yaitu: (1) konflik kepentingan/tujuan, sementara pemegang saham sulit/harus mengeluarkan biaya mahal untuk menverifikasi perilaku manajer (*moral hazard* dan *adverse selection*); (2) masalah pembagian risiko yang muncul ketika mereka mempunyai preferensi berbeda terhadap risiko.

Unit analisis yang dibahas dalam teori keagenan adalah kontrak antara pemegang saham dengan manajer sehingga teori ini mengulas pada bagaimana mendesain kontrak yang paling efisien yang dapat memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Hal ini hanya akan tercapai jika manajer bertindak atas nama pemegang saham, yaitu ketika biaya keagenan mendekati atau sama dengan nol. Dalam praktik, hampir tidak mungkin menghapuskan biaya keagenan, namun menurut Jensen dan Meckling (1976) ada cara yang dapat digunakan untuk menurunkan biaya keagenan yaitu: (1) meningkatkan kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan. Kepemilikan ini diharapkan akan mengubah cara pandang manajer dalam mengelola perusahaan untuk mulai berpikir dan bertindak sebagai pemilik alih-alih hanya sebagai agen. (2) Meningkatkan pemantauan terhadap aktivitas manajer baik melalui jasa akuntan eksternal maupun menggeser pemantauan ke pihak ketiga melalui pendanaan eksternal.

Penelitian ini terkait dengan cara pertama, yaitu melalui pendesainan kontrak kompensasi yang dapat meningkatkan kepemilikan manajer (kompensasi berbasis ekuitas). Antle dan Smith (1985), Lambert *et al.* (1991) dan Singh (2006), masing-masing dengan menggunakan model matematis, mengisyaratkan bahwa bahwa untuk menyusun kontrak kompensasi yang efisien perlu memperhatikan pengendalian terhadap risiko baik pasar modal maupun preferensi manajer (pengambil v.s. penghindar risiko) dan horizon waktu (jangka panjang v.s. pendek) dan sikap reputasional. Komponen ekuitas dalam kontrak kompensasi akan menyempurnakan peran kontrak ini sebagai salah satu cara untuk menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham (kontrak optimal). POSK biasanya melibatkan periode waktu



yang cukup panjang sehingga diharapkan akan dapat digunakan sebagai alat pemantauan internal dalam jangka panjang terhadap kinerja manajemen. Oleh karena manajemen diupayakan menjadi bagian dari pemilik perusahaan, mereka diharapkan akan berperilaku untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham selama mereka menjabat. Dengan demikian, desain POSK yang optimal sangat menentukan tercapainya penyelarasan kepentingan ini.

### **Hubungan Kompensasi Non-ekuitas dengan Kinerja**

Perdebatan tentang keterkaitan antara kinerja dengan kompensasi eksekutif sampai saat ini masih belum menunjukkan hasil yang konklusif. Murphy (1985) menemukan hubungan kuat antara kompensasi eksekutif dengan ukuran akumulasi kinerja perusahaan masa lalu setelah mengontrol ukuran perusahaan dan posisi eksekutif.

Eksplorasi Jensen dan Murphy (1990) yang menganalisis asosiasi antara kompensasi kinerja dan insentif manajemen puncak pada 2.213 CEO yang terdaftar di survey kompensasi eksekutif majalah Forbes untuk rentang tahun 1974-1986 menunjukkan bahwa ada hubungan positif signifikan kompensasi level puncak dengan kinerja perusahaan. Namun demikian, kecilnya nilai sensitivitas kompensasi-kinerja mengindikasikan bahwa insentif kompensasi tidak memainkan peran penting. Jensen dan Murphy beranggapan bahwa skema kompensasi tidak cukup kuat dalam menjelaskan implikasi model keagenan formal tentang pengontrakan optimal.

Hall dan Liebman (1998) mencoba untuk mengulangi penelitian Jensen dan Murphy (1990). Dengan menggunakan data sampel tahun 1980-1994, mereka menyimpulkan bahwa hubungan antara sensitivitas kinerja dengan kompensasi CEO adalah empat kali lebih tinggi dari yang diindikasikan dalam penelitian Jensen dan Murphy (1990). Mereka juga menyimpulkan bahwa sensitivitas kinerja dengan kompensasi CEO terus meningkat karena berkembangnya penggunaan opsi saham sebagai salah satu komponen dalam paket kompensasi eksekutif.

Tosi *et al.* (2000) melakukan pengujian untuk mengetahui hubungan ukuran perusahaan, kinerja, dan kompensasi eksekutif. Dengan melakukan meta analisis terhadap 137 artikel dan maknuskrip yang tidak dipublikasi yang mengkaji ketiga variabel tersebut. Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan menjelaskan variansi kompensasi CEO 40% lebih, sedangkan kinerja hanya menjelaskan 4%. Penelitian ini memperkuat pandangan lemahnya hubungan antara kinerja dan kompensasi eksekutif.

### **Hubungan Program Opsi Saham Karyawan dengan Kinerja**

Penggunaan POSM dalam paket kompensasi mulai mendapat perhatian untuk diteliti lebih spesifik karena secara teoretis opsi saham adalah sarana untuk menyelaraskan kepentingan dan dalam praktiknya ada peningkatan pengadopsian program ini oleh perusahaan sejak tahun 1990an. Opsi saham bukan metoda yang hanya menghargai kinerja masa lalu karyawan, tapi juga sebagai alat pemotivasi untuk meningkatkan upaya masa yang akan datang. Opsi saham juga sarana yang dimanfaatkan oleh perusahaan sebagai sumber kas dan meningkatkan modal. Namun demikian, upaya untuk mengeksplorasi keefektivan POSK juga tidak seluruhnya menemukan hasil yang sesuai prediksi teori. Beberapa penelitian menemukan bahwa POSK dapat mendorong peningkatan produktivitas perusahaan (Mehran 1995, dalam



Balsam dan Miharjo 2007 dan Stammerjohan 2004) tetapi penelitian lainnya (Sautner dan Weber 2005, 2008) justru menemukan bukti sebaliknya.

Mehran (1995, dalam Balsam dan Miharjo 2007) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dan ROA berkorelasi signifikan dengan persentase kompensasi berbasis ekuitas dan dengan level kepemilikan personal CEO. Stammerjohan (2004) menguji korelasi antara kompensasi 127 CEO dengan kinerja berikutnya pada 56 perusahaan yang mereka kelola. Hasilnya menunjukkan bahwa bentuk kompensasi CEO dan kepentingan relatif atas kepemilikan saham personal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan berikutnya. Perusahaan yang lebih menyandarkan penggunaan opsi saham sebagai bentuk kompensasi CEO-nya menunjukkan korelasi positif dengan kinerja berikutnya, sedangkan perusahaan yang lebih menyandarkan pada bonus tahunan menunjukkan efek yang sebaliknya (penurunan kinerja berikutnya).

Sautner dan Weber (2005) menunjukkan bahwa individu melaksanakan tawaran opsi sahamnya lebih awal dan dalam transaksi yang agak besar. Perilaku terhadap saham hasil pelaksanaan tawaran opsi juga mengindikasikan hal yang sama. Individu segera menjual saham untuk mendapatkan kas pada awal-awal perioda pelaksanaan tawaran. Tahun 2008, mereka meneliti desain POSM dan menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai tata kelola yang kurang baik cenderung mendesain POSM yang menguntungkan CEO dan hal ini diikuti dengan penurunan kinerja operasi berikutnya. Penulis beranggapan bahwa hasil ini tidak konsisten dengan pandangan pengontrakan optimal (Jensen dan Meckling 1976) tetapi lebih mendukung pandangan kekuatan manajerial (Bebchuck dan Walker 2002, Bebchuck dan Fried 2003, 2005).

Anwar (2006) menguji pengaruh POSK terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Dari 31 sampel perusahaan yang mengumumkan POSK disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja keuangan (ROA dan ROE) baik sebelum maupun sesudah POSK pada tahun pertama dan kedua setelah tanggal pengumuman (RUPSLB) POSK. Indikasi bahwa POSK di Indonesia belum/bukan sarana yang efektif untuk meningkatkan kinerja perusahaan dalam penelitian ini masih dipertanyakan karena desain penelitian yang menurut saya kurang tepat.

Memasukkan harga saham sebagai komponen pengukur kinerja tidak menghilangkan informasi kontrak relevan yang dibangun berdasarkan ukuran kinerja keuangan (akrual dan aliran kas). Harus diakui bahwa harga saham sangat tergantung pada respon pasar yang kadang-kadang tidak dapat dikendalikan oleh manajemen sehingga ukuran kinerja berdasarkan komponen ini tidak dapat dijadikan sandaran tunggal dalam menilai kinerja manajemen. Walaupun demikian, harga saham juga dianggap sebagai sumber informasi yang cukup baik untuk menilai semua tindakan manajemen karena investor mempunyai kepentingan dengan return. Jika manajemen melakukan tindakan yang dianggap merugikan, maka pasar akan memberi penalti dalam bentuk penurunan harga saham. Dalam pasar efisien yang semua pihak (manajemen dan investor) dianggap mempunyai informasi yang setara, maka respon pasar terhadap semua aktivitas manajemen adalah sumber yang dapat diandalkan sebagai penyeimbang informasi yang dikeluarkan oleh internal perusahaan.

Terkait dengan pembentukan kontrak kompensasi, maka menjadi hal yang wajar jika harga saham yang mewakili respon pasar digunakan sebagai pengukur kinerja manajemen. Seperti yang dikemukakan oleh Holmstrom (1979, dalam Scott 2006), penggunaan lebih dari satu sumber penilai kinerja dalam membangun kontrak kompensasi akan menghasilkan informasi yang lebih baik. Kalau ukuran kinerja



eksternal juga digunakan sebagai ukuran kinerja, konsekuensinya manajer akan lebih berhati-hati dalam bertindak. Manajer akan berusaha menyeimbangkan informasi kinerjanya sehingga akan meningkatkan reputasinya.

Penelitian empiris yang dilakukan oleh Boschen et al. (2003) mendukung argumen ini. Dalam jangka panjang, kinerja harga saham signifikan positif dalam menjelaskan kompensasi yang diberikan kepada CEO. Artinya, semakin baik kinerja CEO yang direspon dengan meningkatnya harga saham, semakin besar pula kompensasi yang diberikan dalam jangka panjang.

POSK adalah saran efektif dalam mewujudkan peningkatan kinerja perusahaan. Dengan menjadi bagian dari pemilik perusahaan, manajemen juga berkepentingan dengan kinerja baik keuangan maupun pasar perusahaan. Upaya penyelarasan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen diharapkan lebih efektif ketika ada penyelarasan kedudukan, yaitu bahwa manajemen juga adalah pemegang saham. Terkait dengan argumen adanya peningkatan kinerja baik keuangan maupun saham perusahaan, diajukan hipotesis:

H1a: Ada peningkatan kinerja keuangan perusahaan antara sebelum dan setelah pengadopsian POSK.

H1b: Ada peningkatan kinerja saham perusahaan antara sebelum dan setelah pengadopsian POSK.

Pengujian kinerja perusahaan akan lebih baik jika dilakukan dengan menggunakan ukuran relative yaitu dibandingkan perusahaan sejenis yang tidak mengadopsi program opsi. Penggunaan evaluasi kinerja relatif (*relative performance evaluation*) dapat menangkap efek lain mempengaruhi kinerja pada perusahaan sejenis atau efek pasar secara global (Holmstrom 1979, dalam Scott 2006). Ukuran kinerja relative ini akan lebih baik jika diterapkan pada kinerja keuangan karena relative stabil dibandingkan kinerja saham yang mudah sekali bergejolak karena berbagai factor diluar kendali manajemen. Perusahaan yang mengadopsi POSK, secara teoretis, akan menunjukkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lain dalam industry yang sama. Dari argumen ini dapat dihipotesiskan:

H2: Kinerja keuangan perusahaan yang mengadopsi POSK akan lebih tinggi jika dibandingkan dengan rata-rata kinerja perusahaan dalam industri sejenis yang tidak mengadopsi POSK.

Bebchuck dan Fried (2003) sangat mendukung penggunaan konsep kompensasi berbasis ekuitas yang apabila didesain dengan baik akan member insentif yang diinginkan manajer. POSM dapat mempengaruhi perilaku manajemen dalam mengelola perusahaan. Manajemen yang dipersepsikan penghindar risiko dapat menjadi pengambil risiko yang oleh beberapa peneliti ditengarai sebagai sumber kegagalan pelaporan keuangan jika tidak didesain (Jensen 2005). Bettis et al. (2005) yang menguji perilaku terhadap pelaksanaan tawaran opsi menunjukkan adanya perilaku pelaksanaan tawaran opsi lebih awal yaitu pada dua tahun setelah periode *vesting* dan meningkat pada periode empat tahun sebelum jatuh tempo. Sautner dan Weber (2005) mengindikasikan bahwa tujuan insentif terkait dengan opsi saham pada akhirnya hanya dapat diandalkan pada periode *vesting*.

Dari uraian di atas disimpulkan bahwa POSM dapat memberi efek yang menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer jika didesain dengan baik. Periode opsi menjadi factor penting dalam menentukan keberhasilan pelaksanaannya. Namun demikian, diwajibkannya pembebanan opsi saham sebagai kompensasi akan menurunkan laba perusahaan. Untuk menghindari efek negatif dari pembebanan ini,



diekspektasi manajemen akan meningkatkan kinerja berikutnya sampai menjelang periode konversi karena pada periode tersebut manajemen berkepentingan keuntungan yang didapat dari selisih harga saham pada opsi dengan harga saham pada tanggal konversi. Hipotesis yang akan diuji dari argumen tersebut adalah:

H3a: Ada asosiasi positif antara periode POSK dengan kinerja keuangan perusahaan.

H3b: Ada asosiasi positif antara periode POSK dengan kinerja saham perusahaan.

### **Desain Penelitian**

#### **Sampel**

Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI yang mengadopsi POSK kompensatori mulai tahun 1999-2006. Pemilihan tahun 1999 dengan alasan pada periode tersebut sebagian perusahaan telah mulai menawarkan opsi dan PSAK yang mengatur tentang kompensasi berbasis ekuitas (PSAK No. 53) mulai berlaku pada tahun tersebut. Data yang akan digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang mengadopsi POSK, laporan keuangan perusahaan yang seindustri dengan perusahaan sampel dalam ICMD tahun 1999-2008, return saham dari pusat data bisnis dan ekonomi UGM.

Penyampelan dilakukan dengan metoda penyampelan bersasaran dengan kriteria:

- Mengadopsi POSK yang bersifat kompensatori. Perusahaan yang mengadopsi *equity stock allocation* (ESA) yang tidak memenuhi kriteria kompensatori seperti yang tercantum dalam PSAK No. 53 dan bonus saham tidak dimasukkan sebagai sampel penelitian. Selain perbedaan perlakuan akuntansi, perbedaan lain yang cukup mendasar adalah tujuan dari kepemilikan saham kompensatori dikaitkan dengan penghargaan atas kinerja karyawan baik sebelum maupun setelah tanggal hibah, sedangkan ESA yang tidak bersifat kompensatori lebih pada sarana untuk pendanaan internal perusahaan.
- Sampel melaporkan informasi tanggal pemberian dan periode berlakunya opsi, serta menyampaikan laporan keuangan selama periode opsi.
- Perdagangan sahamnya likuid.

Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh sampel uji sebanyak 27 perusahaan dari sampel awal 33 perusahaan yang berasal dari 16 industri.

#### **Variabel penelitian dan pengukuran variabel**

- Kinerja keuangan perusahaan diukur dengan rasio ROE (laba bersih/total ekuitas pemegang saham umum) dan ROA (laba bersih/total asset). Kedua rasio ini adalah yang paling umum digunakan dalam pengukuran kinerja keuangan pada beberapa penelitian. Kinerja ini diukur pada 1 tahun sebelum pengadopsian POSK sampai periode berakhirnya POSK.
- Kinerja keuangan industry diukur rerata rasio ROE dan ROA seluruh perusahaan yang tidak mengadopsi POSK dalam satu industri yang sama dengan perusahaan sampel. Kinerja rerata industry diukur untuk seluruh tahun yang sama dengan tahun sampel penelitian seindustri.
- Periode opsi saham adalah periode mulai ditentukannya tanggal hibah sampai dengan berakhirnya program opsi. Tanggal ini dianggap sebagai periode mulai berlakunya POSK.



- Kinerja saham diukur dengan rerata return geometric harian setahun untuk setiap perusahaan sampel. Cara ini dipilih karena lebih tepat untuk menghitung kemakmuran kumulatif dalam suatu perioda (Jogiyanto 2007).

### Pengujian hipotesis

Oleh karena jumlah sampel yang diperoleh kurang dari 30 dan hasil pengujian awal tidak memenuhi asumsi normalitas, maka seluruh hipotesis akan diuji dengan menggunakan model non parametric. Hipotesis 1a dan 1b diuji dengan uji Wilcoxon (uji beda 2 sampel berhubungan) 1 sisi, hipotesis 2 diuji dengan uji Mann-Whitney U (uji beda 2 sampel independen) 1 sisi dan hipotesis 3 diuji dengan uji korelasi Spearman 1 sisi.

Pengujian H1a dilakukan dengan menguji apakah ada perbedaan ROE (ROA) 1 tahun sebelum POSK dengan ROE (ROA) 2 tahun setelah tanggal pengumuman penentuan tanggal hibah. Pertimbangan menggunakan 2 tahun karena beberapa perusahaan menentukan tanggal hibahnya pada kuartal terakhir tahun yang bersangkutan sehingga kinerja yang diharapkan dari POSK ini belum terlihat. Pertimbangan ini diperkuat oleh hasil penelitian Cheng dan Farber (2008) bahwa kinerja keuangan baru terlihat setelah 2 tahun sejak tahun pengumuman. Pengujian juga dilakukan terhadap perbedaan kinerja ROE (ROA) 1 tahun sebelum POSK dengan ROE (ROA) selama perioda POSK.

Dengan pertimbangan yang sama, pengujian H1b dilakukan dengan membandingkan rerata return geometric harian setahun perusahaan 1 tahun sebelum POSK dengan (ROE ROA) 2 tahun setelah tanggal pengumuman penentuan tanggal hibah. Namun demikian, pengujian tidak dilakukan untuk seluruh perioda OPSI untuk menghindari confounding effect yang semakin besar karena banyak sekali variabel pasar yang berada diluar kendali manajemen.

Hipotesis 2 diuji dengan membandingkan rerata kinerja keuangan perusahaan (ROE dan ROA) pada 2 tahun setelah pengadopsian POSK dan selama perioda POSK dengan rerata kinerja industri sejenis yang tidak mengadopsi POSK pada perioda yang sama, sedangkan hipotesis 3a dan 3b diuji dengan mengkorelasikan antara kinerja keuangan perusahaan (ROE dan ROA) dengan perioda berlakunya opsi saham karyawan.

### Hasil Pengujian dan Analisis

#### Statistik deskriptif

Lampiran 2 statistik deskriptif menunjukkan bahwa dari 27 sampel yang akan digunakan dalam pengujian, hampir semua deviasi standar variabelnya lebih besar dari 30% dari mean. Hal ini mengisyaratkan bahwa ada kesenjangan yang cukup tinggi (variasi yang tinggi) antar angka tertinggi dan terendah dalam setiap variabel yang akan diuji. Beberapa data outlier sengaja tidak saya hapus karena jumlah data yang sudah kecil dan hal ini tidak meningkatkan kualitas data karena dalam penelitian ini tidak berhubungan dengan pengujian parametrik. Justru risiko hilangnya banyak sampel lebih merugikan karena menghilangkan sifat data sesungguhnya yang memang variasinya tinggi.



**Pengujian Hipotesis 1a**

Tabel 1  
 Statistik Uji Beda Kinerja Keuangan Perusahaan  
 Sebelum dan 2 Tahun Setelah POSK

	ROE perusahaan rerata 2 tahun setelah opsi saham - ROE perusahaan sebelum opsi saham	ROA perusahaan rerata 2 tahun setelah opsi saham - ROA perusahaan sebelum opsi saham
Z	-1.922(a)	-1.033(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	.055	.302
Test base	Positive rank	Positive rank

Pada pengujian 1 sisi, hasil pengujian pada tabel 1 menunjukkan level 0,0275 (setengah dari 0,05) untuk ROE dan 0,151 (setengah dari 0,302) untuk ROA. Dapat diartikan bahwa rerata kinerja perusahaan 2 tahun setelah pengadopsian POSK yang diukur dengan ROE adalah lebih kecil bila dibandingkan dengan rerata kinerja sebelum POSK (mean negative rank > positive rank, lihat lampiran 3a), signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan kinerja yang diukur dengan ROA tidak menunjukkan adanya perbedaan antara sebelum POSK dengan rerata 2 tahun setelah POSK.

Tabel 2  
 Statistik Uji Beda Kinerja Keuangan Perusahaan  
 Sebelum dan Selama Perioda POSK

	ROE perusahaan rerata selama perioda opsi saham - ROE perusahaan sebelum opsi saham	ROA perusahaan rerata selama perioda opsi saham - ROA perusahaan sebelum opsi saham
Z	-1.946(a)	-.793(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	.052	.428
Test base	Positive rank	Positive rank

Pada pengujian 1 sisi, hasil pengujian pada tabel di atas menunjukkan level 0,025 (setengah dari 0,052) untuk ROE dan 0,214 (setengah dari 0,418) untuk ROA. Dapat diartikan bahwa rerata kinerja tahunan perusahaan selama perioda pengadopsian POSK yang diukur dengan ROE adalah lebih kecil bila dibandingkan dengan rerata kinerja sebelum POSK (lihat lampiran 3c), signifikan pada tingkat 5%, sedangkan kinerja yang diukur dengan ROA tidak menunjukkan adanya perbedaan antara sebelum POSK dengan rerata kinerja tahunan selama perioda pengadopsian POSK.

Keduanya tidak dapat mendukung hipotesis yang diajukan. Walaupun signifikan arah ROE seharusnya negatif. Hasil pengujian di atas bertentangan dengan argumen teoretis bahwa pengadopsian POSK akan meningkatkan kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling 1976, Mehran 1995, dalam Balsam dan Miharjo 2007, Stammerjohan 2004) dan mendukung argumen bahwa POSK tidak berkaitan dengan naiknya kinerja perusahaan setelahnya (mendukung pandangan Bebchuck dan Walker 2002, Bebchuck dan Fried 2003, 2005 dan hasil pengujian Sautner dan Weber 2005, 2008, Anwar 2006).

Hasil pengujian juga tidak selaras dengan hasil survey yang dilakukan oleh Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia (2002). Dari survey yang dilakukan, mereka mengindikasikan bahwa manfaat utama yang dirasakan oleh perusahaan adalah meningkatnya kinerja perusahaan dan turunnya



tingkat perputaran karyawan. Karyawan juga merasakan manfaat positif program ini karena adanya implikasi terhadap penilaian kinerja dan meningkatnya loyalitas mereka terhadap perusahaan. Sayangnya, hasil survey ini hanya dilaporkan dalam bentuk grafik tanpa ada pengujian secara statistis sehingga kurang kuat untuk dijadikan sebagai dasar argumen.

Secara tidak langsung, hasil penelitian ini mendukung anggapan bahwa POSK justru mendorong manajer untuk bertindak lebih berani mengambil risiko dalam mengelola perusahaan untuk kepentingan pribadi. Kompensasi berbasis opsi adalah akar dari efek yang merugikan dari akuntansi agresif karena mendorong manajer untuk meningkatkan harga saham jangka pendek (Jensen 2005). Adanya praktik akuntansi agresif yang oportunistik telah dibuktikan oleh Asyik (2005) dan Astika (2007).

Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak dapat mengkonfirmasi anggapan teoretis bahwa pengadopsian POSK bermanfaat sebagai saran untuk meningkatkan kinerja perusahaan dengan mendudukkan manajemen dan karyawan sebagai pemilik perusahaan.

### Pengujian Hipotesis 1b

Tabel 3  
Kinerja Saham Perusahaan Sebelum POSK  
dengan Rerata 2 tahun Sejak Hibah POSK dan Selama Perioda POSK

	Return rerata 2 tahun sejak tahun hibah opsi - Return sebelum opsi saham	Return rerata selama perioda opsi - Return sebelum opsi saham
Z	-2.402(a)	-2.859(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	.016	.004
Test based	Positive ranks	Positive ranks

Hasil pengujian hipotesis 1b pada tabel 3 menunjukkan bahwa rerata return saham harian untuk perioda 2 tahun sejak tanggal hibah opsi adalah lebih kecil (lihat lampiran 4a) dibandingkan dengan perioda sebelum pengadopsian POSK. Demikian juga untuk kinerja saham selama perioda POSK (lihat lampiran 4b). Keduanya signifikan pada level 5%.

Hasil pengujian untuk 2 tahun setelah tanggal hibah yang signifikan negative juga mendukung argumen bahwa pada awal-awal tahun hibah sampai perioda berakhirnya masa tunggu (*vesting*), manajemen melakukan manajemen laba menurun untuk mendapatkan keuntungan dari konversi opsi menjadi saham (Asyik 2006, Astika 2007). Seluruh sampel yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai perioda tunggu minimal 2 tahun. Selang waktu berakhirnya perioda *vesting* sampai berakhirnya perioda konversi sebenarnya adalah kesempatan bagi manajemen untuk mendapat keuntungan dari penjualan saham hasil konversi jika mereka mengupayakan peningkatan kinerja saham selama perioda tersebut, sehingga mendorong manajemen untuk melakukan manajemen laba meningkat (Astika 2007). Akan tetapi hasil pengujian pada penelitian ini menunjukkan bahwa sampai berakhirnya perioda opsi, kinerja saham perusahaan tidak menunjukkan peningkatan. Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3 dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1b yang menyatakan adanya peningkatan kinerja saham setelah pengadopsian POSK tidak terdukung karena arahnya negative.



## Pengujian Hipotesis 2

Tabel 4  
Kinerja Keuangan Perusahaan v.s Industri, 2 Tahun Setelah Hibah Opsi

	ROE rerata 2 tahun setelah opsi saham	ROA rerata 2 tahun setelah opsi saham
Mann-Whitney U	250.000	310.000
Wilcoxon W	628.000	688.000
Z	-1.981	-.943
Asymp. Sig. (2-tailed)	.048	.346

Tabel 5  
Kinerja Keuangan Perusahaan v.s Industri Selama Perioda Opsi

	ROE rerata selama perioda opsi saham	ROA rerata selama perioda opsi saham
Mann-Whitney U	216.000	323.000
Wilcoxon W	594.000	701.000
Z	-2.569	-.718
Asymp. Sig. (2-tailed)	.010	.473

Tabel 4 menunjukkan bahwa bahwa rerata kinerja keuangan perusahaan 2 tahun setelah hibah opsi signifikan lebih besar dibandingkan rerata industrinya ketika diukur dengan ROE (lihat lampiran 5a), tetapi tidak signifikan ketika diukur dengan ROA. Sedangkan tabel 5 menunjukkan bahwa bahwa rerata kinerja keuangan perusahaan selama perioda opsi signifikan lebih besar dibandingkan rerata industrinya ketika diukur dengan ROE (lihat lampiran 5b), tetapi tidak signifikan ketika diukur dengan ROA. Hasil ini sulit diinterpretasi secara keseluruhan dan tidak dapat dikatakan bahwa hipotesis 3 terdukung. Walaupun ROE perusahaan masih di atas rerata industri, tetapi perusahaan justru mengalami penurunan kinerja (ROE) setelah mengadopsi POSK (lihat kembali hasil pengujian H1a). Artinya pengadopsian POSK tidak mendorong peningkatan kinerja perusahaan secara keseluruhan baik diukur dengan ROE maupun ROA.

Justifikasi yang dapat diberikan adalah bahwa perusahaan yang melakukan POSK umumnya adalah perusahaan yang mempunyai kinerja di atas rerata kinerja industri. Walaupun pengadopsian POSK menyebabkan komponen ekuitas pemegang saham dalam *equity multiplier* meningkat dan menyebabkan penurunan ROE, tetapi penurunan ini tidak menempatkan kinerja perusahaan pada posisi di bawah rerata industri. Pengujian tambahan menunjukkan bahwa kinerja ROE dan ROA industri pada perioda sebelum, 2 tahun setelah maupun selama perioda opsi tidak menunjukkan perubahan signifikan (lihat lampiran 6 a dan b).



## Penguujian Hipotesis 3a dan 3b

Tabel 6

Korelasi Antara Periode Opsi Saham dengan Kinerja Keuangan dan Saham

			ROE perusahaan rerata selama periode opsi saham	ROA perusahaan rerata selama periode opsi saham	Return rerata selama periode opsi
Spearman's rho	periode berlakunya opsi saham	Correlation Coefficient	.013	-.050	-.266
		Sig. (1- tailed)	.474	.402	.090
		N	27	27	27

Hasil pengujian korelasi antara antara periode opsi saham dengan kinerja keuangan dan saham pada tabel 6 menunjukkan tidak adanya korelasi antara periode opsi dengan kinerja keuangan maupun kinerja saham. Dengan demikian, hipotesis 3 yang menyatakan ada korelasi positif antara kinerja keuangan dan saham dengan periode berlakunya opsi saham tidak terdukung. Hasil ini tidak mendukung hasil Sautner dan Weber (2005) yang mengindikasikan bahwa tujuan insentif terkait dengan opsi saham dapat diandalkan pada periode *vesting*.

## Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 7

Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

	Hipotesis	Prediksi	Hasil	Simpulan
H1a	Kinerja keuangan	(+)		
	ROE <sub>2tahun setelah</sub>		(-)	Sig.
	ROA <sub>2tahun setelah</sub>			Tidak sig.
	ROE <sub>selama periode opsi</sub>		(-)	Sig.
H1b	Kinerja saham	(+)		
	Return <sub>2tahun setelah</sub>		(-)	Sig.
	Return <sub>selama periode opsi</sub>		(-)	Sig.
	ROA <sub>selama periode opsi</sub>			Tidak sig.
H2	Kinerja keuangan perusahaan POSK v.s. industri	(+)		
	ROE <sub>2tahun setelah</sub>		(-)	Sig.
	ROA <sub>2tahun setelah</sub>			Tidak sig.
	ROE <sub>selama periode opsi</sub>		(-)	Sig.
H3a	Asosiasi periode-kinerja keuangan	(+)		
	Perioda-ROE			Tidak sig.
	Perioda-ROA			Tidak sig.
H3b	Asosiasi periode-kinerja saham	(+)		Tidak sig.
				H3a tidak terdukung
				H3a tidak terdukung

Tabel di atas menunjukkan bahwa seluruh hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini tidak terdukung. Dengan demikian hasil penelitian ini tidak mendukung



teori keagenan yang mengisyaratkan bahwa POSK adalah sarana efektif untuk meningkatkan kinerja perusahaan melalui penyelarasan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Hasil penelitian justru mendukung argumen tandingan yang diajukan oleh pandangan kekuatan manajerial Bebchuck dan Walker (2002), Bebchuck dan Fried (2003,2005) dan pengujian empiris Sautner dan Weber (2008).

Pendekatan kekuatan manajerial membasiskan argumennya pada munculnya konflik keagenan dalam penetapan kompensasi (kas maupun non kas) antara dewan direksi dengan dewan komisaris (dewan direktur dalam *one tier system*). Dewan komisaris berkepentingan dengan besaran kompensasi yang diterima dewan direksi. Pendekatan kekuatan manajerial mungkin lebih dapat menjelaskan praktik kompensasi manajerial di Indonesia, terlebih jika ada kepemilikan mayoritas. Persentase sebesar 30% penempatan komisaris independen masih dipandang kurang untuk melakukan posisi tawar. Prediksi saya, dewan komisaris akan menggunakan posisinya yang lebih tinggi untuk melaksanakan fungsi pengawasan lainnya yang tidak terkait dengan penyusunan paket kompensasi dewan direksi. Jadi terkait dengan kompensasi, kekuatan tawar dewan direksi akan lebih tinggi dibandingkan dewan komisaris walaupun secara struktural mereka berada dibawah dewan komisaris.

Sautner dan Weber (2008) mengindikasikan bahwa tidak adanya kaitan antara kinerja dengan POSK adalah buruknya tata kelola perusahaan yang cenderung memihak pengelola (manajemen). Hasil penelitian ini mungkin juga karena hal yang sama mengingat banyaknya perusahaan di Indonesia yang mempunyai kepemilikan terkonsentrasi dan cenderung mempunyai tata kelola perusahaan yang kurang baik (Gunarsih 2003).

### **Simpulan, Kelemahan dan Saran**

Penelitian ini secara umum bertujuan untuk menguji kembali apakah ada peningkatan kinerja keuangan dan saham pada perusahaan yang mengadopsi POSK. Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini tidak terdukung. Hasil penelitian tidak mendukung argument dalam teori keagenan (Jensen dan Meckling 1976) tetapi justru mendukung hipotesis tandingan tentang kekuatan manajerial yang menyatakan bahwa kompensasi yang diberikan kepada manajemen tidak terkait dengan kinerja perusahaan.

Ada beberapa kekurangan yang mungkin mempengaruhi hasil penelitian, antara lain: (1) jumlah sampel yang sedikit, (2) penelitian ini tidak membedakan antara perusahaan yang mengadopsi POSK dengan POSM, (3) tidak memasukkan variabel-variabel diluar variabel utama yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan karena kendala sampel.

Penelitian selanjutnya dapat mengkonfirmasi hasil penelitian ini dengan mempertimbangkan variabel-variabel lain yang tidak dapat diuji dalam penelitian ini seperti struktur kepemilikan, tingkat perputaran eksekutif dan tata kelola perusahaan. Eksplorasi lebih jauh dapat dilakukan terhadap berbagai tujuan POSK selain peningkatan kinerja perusahaan seperti meningkatkan loyalitas karyawan, sumber pendanaan internal, pengalihan kompensasi kas atau sebagai sarana meningkatkan kontrol pada kepemilikan terkonsentrasi.



## Referensi

- Aboody, D. dan R. Kasznik. 2000. CEO Stock Option Award and the Timing of Corporate Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29: 73-100.
- Antle, R. dan A. Smith. 1986. An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives. *Journal of Accounting Research*, 24(1): 1-39.
- Anwar, A. 2006. *Pengaruh Program Opsi Saham Karyawan (POSK) terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada BEJ*. Tesis pada Program Magister dan Sains FEB UGM. Tidak dipublikasi.
- Astika, I.B.P. 2007. *Perilaku Oportunistik Eksekutif dalam Pelaksanaan Program Opsi Saham*. Disertasi pada Program Magister Sain dan Doktor FE UGM.
- Asyik, F.A. 2005. *Dampak Penyataan dan Nilai Wajar Opsi Saham pada Pengaruh Magnituda Kompensasi Program Opsi Saham Karyawan (POSK) terhadap Pengelolaan Laba serta Pengaruh Ikutannya pada Nilai Interinsik Opsi*. Disertasi pada Program Magister Sain dan Doktor FE UGM.
- Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). 2009. Peraturan BAPEPAM. <http://www.bapepam.go.id/old/old/hukum/peraturan/index.htm>. Diunduh tanggal 21 Juni 2009.
- Bebchuck dan D. I. Walker. 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *University of Chicago Law Review*, 69: 751-846.
- Bebchuck L. A. dan J. M. Fried. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspective*, 17 (3): 71-92.
- \_\_\_\_\_. 2005. Pay without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Corporation Law*, 30: 647-673.
- Bettis, J. C., J.M. Bizjak dan M.L. Lemmon. 2005. Exercise Behavior, Valuation, And The Incentive Effects Of Employee Stock Options. *Journal of Financial Economics*, Vol. 76: 445-470.
- Boschen, John F, Augustine Duru, Lawrence A. Gordon, dan Kimberly J, Smith. 2003. Accounting and Stock price Performance in Cynamic CEO Compensation Arrangements. *The Accounting Review* 78 (January): 143-16.
- Burns, N. dan S. Kedia. 2006. The Impact of Performance-based Compensation on Misreporting. *Journal of Financial economics*, Vol. 79: 35-67.



- Cheng, Q. dan D.B. Farber. 2008. Earnings Restatements, Change in CEO Compensation, and Firm Performance. *The Accounting Review*, Vol. 83(5): 1217-1250.
- Cheng, Q. dan T. Warfield. 2005. Equity Incentive and Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 80: 441-476.
- Defusco, R., R. Johnson dan T. Zorn. 1990. The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. *The Journal of Finance*, Vol. 45: 617-627.
- Demsetz, H. dan K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *The journal of political Economy*, vol. 93: 1155-1177.
- Gunarsih, Tri. 2003. *Pengaruh Struktur Kepemilikan dalam Corporate Governance dan Strategi Diversifikasi terhadap Kinerja Perusahaan*. Disertasi pada Program Doktorat Manajemen UGM.
- Hall, B.J.; Murphy, K.J. 2000. Optimal Exercises Prices for Executive's Stock Options. *American Economic Review*, Vol. 90: 209-211.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). 2002. *Standar Akuntansi Keuangan, per April 2002*. Salemba Empat: Jakarta.
- Jensen, M. dan K. J. Murphy. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2): 225-64.
- \_\_\_\_\_ dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4): 305-360.
- \_\_\_\_\_. 2005. Agency cost of overvalued equity. *Financial Management* 47: 153-161.
- Jogiyanto H.M. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE, Yogyakarta.
- Lambert R. dan D. Larcker. 1987. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25 (Suppl.): 85-125.
- Murphy, K.J. 1985. Corporate Performance and Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3): 11-42
- Palmrose, Z., V. Richardson dan S. Scholz. 2004. Determinant on Market Reactions to Restatement Announcement. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37: 59-89.
- Pustaka Bisnis Indonesia. 2006. *JSX Watch 2006-2007*. Bisnis Indonesia, Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2007. *JSX Watch 2007-2008*. Bisnis Indonesia, Jakarta.



- \_\_\_\_\_. 2008. JSX Watch 2008-2009. Bisnis Indonesia, Jakarta.
- Rajgopal, S. dan T. Shevlin. 2002. Empirical Evidence on the Relation Between Stock Option Compensation and Risk Taking. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33(2): 145-171.
- Sautner, Z dan M. Weber. 2005. Stock Options and Employee Behavior. *Working paper*.
- Sautner dan Weber. 2008. Corporate Governance and the Design of Stock Option. *Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=825429>.
- Singh. R. 2006. Board Independence and the Design of Executive Compensation. <http://ssrn.com/abstract=673741>
- Scott, W. 2006. *Financial Accounting Theory*. Fourth edition. Prentice Hall.
- Stammerjohan. W. 2004. CEO compensation and Subsequent Firm Performance: An Empirical Investigation. *Corporate Ownership & Control*, Vol. 2(3): 86-103.
- Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. 2002. Studi Tentang Penerapan ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. <http://www.bapepam.go.id/>
- Tosi, H.L, S. Werner, J.P. Katz dan L.R. Gomez-Mejia. 2000. How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, Vol. 26(2): 301-339.
- Yermack, D. 1995. Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? *Journal of Financial Economics*, Vol. 39: 237-269.
-