

PENGARUH PROGRAM KEPEMILIKAN SAHAM DAN KUALITAS LABA TERHADAP BIAYA EKUITAS

**Sartika Wulandari
Widhian Hardiyanti
Bogy Febriatmoko**

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Stikubank

(stika.wulan@gmail.com)

(widhian.hardiyanti@gmail.com)

(bogy.atmoko@gmail.com)

Abstrak

Program kepemilikan saham karyawan diharapkan dapat menyejajarkan kepentingan manajemen dengan pemilik perusahaan, selain itu diharapkan dapat meningkatkan kinerja agen yang akan tercermin dalam kualitas laba perusahaan. Perusahaan yang menerapkan program kepemilikan saham telah menempatkan karyawan, manajemen, maupun eksekutif, setara dengan principals mereka. Karyawan juga akan menikmati hasil seperti pemegang saham lainnya apabila perusahaan mengalami kenaikan laba. Dengan begitu risiko yang dihadapi perusahaan dapat diminimalkan. Kepercayaan investor dan kreditor akan jaminan dana mereka akan membuat biaya modal perusahaan mengalami penurunan. Data dalam penelitian ini diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. 19 sampel perusahaan yang menerapkan program PKS selama tahun 2008 sampai dengan 2014. Jumlah amatan yang diperoleh selama periode tersebut adalah 60 amatan, hal ini karena periode penerapan PKS tiap perusahaan berbeda. Pengujian hipotesis penelitian ini menggunakan uji path analysis dengan menggunakan software SmartPLS 2.0 M3. Hasil empiris penelitian ini menunjukkan bahwa PKS juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan. Kualitas laba yang diprosikan dengan akrual diskresioner berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya ekuitas. PKS tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Pada pengujian variabel intervening, kualitas laba tidak menjadi mediator antara pengaruh PKS terhadap biaya modal perusahaan.

Kata kunci: Program kepemilikan saham, kualitas laba, biaya ekuitas

Abstract

The flavor program can align management interests with company owners, in addition it is expected to improve the performance of agents that will be reflected in the quality of corporate profits. Companies that implement the program. Have, employees, management, and executives, with their principals. Employees will also enjoy such results. With so risky that the company can continue to be minimized. Investor and creditor confidence will ensure their funds will make the company's capital cost decrease. The data in this study is obtained from the Indonesia Stock Exchange. 19 The sample of companies implementing the MCC program during 2008 to 2014. The amount of observation that during that period was 60 observations, this is because the implementation period of each company MCC is different. Testing this research hypothesis using path analysis test using SmartPLS 2.0 M3 software. The empirical results of this study indicate the presence of PKS is also significantly positive and significant to the cost of corporate equity. Profit quality is proxied by significant discretionary accruals and significant to the cost of equity. The MCC does not reflect on the costs to be paid. There is no effect between the cost of the MCC on the cost of the company's capital.

Keywords: share ownership program, profit quality, cos of equity

PENDAHULUAN

Hubungan antara manajemen dengan pemilik perusahaan merupakan paradigma hubungan prinsipal dan agen. Pemilik perusahaan sebagai prinsipal memberi kepercayaan dalam bentuk kontrak hubungan kerja kepada manajemen sebagai agen yang memberi jasa manajerialnya (Astika, 2003). Hubungan tersebut memunculkan konflik kepentingan dalam perusahaan baik antara manajer dengan pemegang saham, manajer dengan kreditor

atau antara pemegang saham, kreditor, dan manajer disebabkan adanya hubungan agensi (*agency relationship*) Asyik (2007). Salah satu strategi yang diterapkan perusahaan untuk mengurangi konflik agensi adalah adanya program kepemilikan saham bagi karyawan, manajemen dan eksekutif.

Program kepemilikan saham atau menurut peraturan OJK disebut cukup disebut program kepemilikan saham (PKS), atau dalam istilah lain juga dikenal dengan ESOP (*employee stock*

ownership program) memberikan hak/opsi pada karyawan untuk dapat membeli/memperoleh saham perusahaan pada saat yang ditentukan, dalam jumlah tertentu dan dengan harga tertentu (selanjutnya disebut harga eksekusi), yang telah ditentukan pada awal pengadopsian program tersebut (Astika, 2012). Harga eksekusi adalah harga pelaksanaan opsi saham pada tahap eksekusi. Harga eksekusi umumnya tidak jauh berbeda dengan harga saham perusahaan pada saat pengumuman opsi saham (Astika, 2012). Program ini dilaksanakan untuk menghargai kinerja jangka panjang karyawan (dalam arti luas) terhadap perusahaan (Astika, 2007). Menurut Anwar dan Baridwan (2006) pemberian hak opsi untuk bisa membeli saham perusahaan sesuai dengan jumlah dan harga eksekusi yang sudah ditentukan, bisa memotivasi para karyawan untuk berkinerja lebih baik dari waktu ke waktu. Pemberian hak opsi untuk dapat membeli saham perusahaan pada harga eksekusi yang umumnya lebih rendah dari harga pasar saham perusahaan, menjadi suatu motivator yang lebih efektif dibandingkan bonus kas. Hak opsi yang diberikan kepada para karyawan, bisa mengikat mereka untuk berkinerja secara maksimum dari waktu ke waktu, sebab opsi terus menerus berlaku sebagai suatu insentif yang nilai sebenarnya akan ditentukan dengan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. PKS juga mampu mengantisipasi kemungkinan perpindahan kepemilikan dan juga meningkatkan nilai perusahaan lewat pengembalian saham (Anwar dan Baridwan, 2006 dan Dhiman, 2009).

Gagasan pemberian opsi saham karyawan terutama adalah untuk menyelaraskan insentif (*align of interest*) yang diperoleh karyawan dengan keinginan para pemilik saham perusahaan (Kedia dan Mozumdar, 2002). Para pemilik saham berkeinginan agar harga saham membaik, sehingga dengan perusahaan memberi insentif kepada karyawan dalam bentuk opsi saham karyawan (OSK) akan memacu karyawan untuk bekerja lebih optimal agar kinerja perusahaan semakin bagus yang berdampak pada kenaikan harga saham perusahaan. Hasil yang diharapkan adalah pada akhirnya hal ini akan meningkatkan besarnya insentif yang diperoleh karyawan dari hasil pelaksanaan OSK yang dimiliki (Asyik, 2007). Sebagai suatu bentuk strategi bisnis dan diaplikasi sebagai suatu kebijakan dalam rangka menciptakan nilai perusahaan (*firm values*) program opsi saham dapat menjadi harapan perusahaan. Alasan yang melandasi hal tersebut adalah, baik opsi saham maupun saham perusahaan yang dimiliki oleh para eksekutif, memberikan insentif kepada mereka untuk menjalankan fungsi internal

monitoring (Chen dan Steiner, 2000). Opsi saham juga dapat digunakan sebagai alat untuk mempertahankan karyawan kunci, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan, dan berhubungan dengan abnormal return positif (Kedia dan Mozumdar, 2002).

Paket kompensasi yang diberikan kepada para eksekutif dan karyawan perusahaan dalam bentuk opsi saham diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Akindayomi dan Warsame, 2009). PKS diharapkan dapat meningkatkan kinerja agen yang akan tercermin dalam informasi laba yang sering disebut dengan laba akuntansi. Harapan tersebut tidaklah berlebihan karena secara teoretis kompensasi yang berbasis ekuitas secara tidak langsung akan mendistilasi keberadaan tenaga kerja sehingga dalam jangka panjang perusahaan akan memiliki karyawan yang secara umum berkualitas dan memegang konsep *proprietary* dalam menjalankan tugas-tugas perusahaan. (Astika, 2007). Jiraporn (2007), menemukan bukti bahwa penerapan PKS membuat laba yang dihasilkan perusahaan lebih berkualitas. PKS dapat memotivasi karyawan untuk menjaga keberlanjutan perusahaan, sebagai strategi jangka panjang. PKS tidak hanya berguna untuk meningkatkan produktivitas karyawan dan *agency cost*, tetapi juga untuk meningkatkan kualitas laba perusahaan, mengurangi perilaku oportunistik manajemen untuk pelaporan keuangan, dan meminimalkan kerusakan perusahaan karena kurangnya pemegang saham dan kepercayaan kreditor dalam jumlah laba yang dilaporkan. (Daneshfar, 2015)

Penelitian pengaruh PKS atau di jurnal ini menggunakan istilah ESOP terhadap biaya modal dilakukan oleh Ivanov dan Zaima (2011), menguji pengaruh ESOP baik dalam bentuk leverage, maupun non-leveraged terhadap biaya ekuitas. Biaya ekuitas yang diuji meliputi biaya ekuitas, biaya utang dan biaya ekuitas rata-rata dengan menggunakan *weight average cost capital* (WACC). Hasil dari analisis univariat menunjukkan bahwa perusahaan mengadopsi leveraged maupun non-leveraged ESOP mengalami penurunan biaya ekuitas dan utang serta mengalami penurunan pada WACC mereka. Lebih lanjut, analisis multivariat menunjukkan bahwa hanya non-leveraged PKS yang berkorelasi negatif dengan biaya ekuitas, biaya utang, dan COE. Hasil Robustness test menunjukkan bahwa penurunan biaya ekuitas ekuitas mendorong penurunan COE.

Penelitian ini akan mengkaji lebih dalam pengaruh PKS terhadap biaya ekuitas perusahaan dengan kualitas laba sebagai variabel intervening. Tujuan penelitian ini adalah memperoleh bukti

empiris pengaruh PKS terhadap kualitas laba, pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas, dan pengaruh PKS terhadap biaya ekuitas, serta apakah kualitas laba menjadi mediator antara PKS dengan biaya ekuitas perusahaan. Hasil empiris penelitian ini menunjukkan bahwa PKS juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan. Kualitas laba yang diprosikan dengan akrual diskresioner berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya ekuitas. PKS tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Pada pengujian variabel intervening, kualitas laba tidak menjadi mediator antara pengaruh PKS terhadap biaya modal perusahaan.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pogram Kepemilikan Saham Karyawan (PKS)

Program Kepemilikan Saham Perusahaan Terbuka selanjutnya disebut Program Kepemilikan Saham adalah program penawaran kepada karyawan, anggota Direksi, dan/atau anggota Dewan Komisaris Perusahaan Terbuka dan/atau Perusahaan Terkendali yang memenuhi syarat untuk memiliki saham perusahaan terbuka (OJK, 2014). Terdapat sarana-sarana atau pendekatan yang biasanya digunakan perusahaan untuk menerapkan program ini yaitu: Pemberian Saham (*Stock Grants*), Program Pembelian Saham Oleh Karyawan (*Direct Employee Stock Purchase Plans*), Program Opsi Saham (*Stock Option Plans*), *Employee Stock Ownership Plans*. Sedangkan bentuk PKS yang umum diberikan di Indonesia adalah dalam bentuk opsi saham.

Kualitas Laba

Kualitas laba dikatakan tinggi apabila laba yang dilaporkan dapat menjelaskan mengenai kinerja keuangan perusahaan yang digunakan oleh para pengguna untuk membuat keputusan yang terbaik, dan dapat digunakan untuk memprediksi harga atau return saham (Dechow et al., 2010). Dalam penelitian ini kualitas laba diprosikan dengan akrual diskresioner, ketika akrual diskresioner tinggi, maka kualitas laba rendah karena laba banyak dipengaruhi oleh kebijakan manajemen. Dengan begitu kualitas laba dengan akrual diskresioner berbanding terbalik.

Biaya ekuitas

Perusahaan membiayai kelangsungannya dengan pendanaan eksternal, yaitu dengan menerbitkan saham dan menerbitkan surat utang (*debt*), dan pendanaan internal, yaitu dengan

menginvestasikan kembali laba-laba sebelumnya. Biaya modal sahambiasa adalah besarnya rate yang digunakan oleh investor untuk mendiskontokan dividen yang diharapkan diterima di masa yang akan datang, yang sering disebut dengan biaya modal ekuitas atau *cost of equity capital*. (Brigham dan Houston, 2006)

PKS terhadap kualitas laba

Penerapan kompensasi eksekutif dalam bentuk opsi saham akan meningkatkan laba perusahaan (Akindayomi dan Warsame, 2009). Menurut Hanlon *et al.* (2003) setiap harga eksekusi ESO berpengaruh terhadap laba masa depan perusahaan. PKS diharapkan dapat meningkatkan kinerja agen yang akan tercermin dalam informasi laba yang sering disebut dengan laba akuntansi. Harapan tersebut tidaklah berlebihan karena secara teoretis kompensasi yang berbasis ekuitas secara tidak langsung akan mendistilasi keberadaan tenaga kerja sehingga dalam jangka panjang perusahaan akan memiliki karyawan yang secara umum berkualitas dan memegang konsep *proprietary* dalam menjalankan tugas-tugas perusahaan. (Astika, 2008).

H1a: Harga eksekusi PKS memiliki pengaruh positif terhadap kualitas laba perusahaan

H1b: Proporsi opsi saham PKS memiliki pengaruh positif terhadap kualitas laba perusahaan.

Pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas

Triningtyas dan Siregar (2014) menemukan bahwa kualitas akrual memiliki pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas, karena semakin buruk kualitas akrual mencerminkan adanya risiko informasi yang tinggi dalam pelaporan keuangan sehingga *required return* investor meningkat, dan biaya ekuitas meningkat. Triningtyas dan Siregar (2014) menemukan bahwa kualitas akrual memiliki pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas, karena semakin buruk kualitas akrual mencerminkan adanya risiko informasi yang tinggi dalam pelaporan keuangan sehingga *required return* investor meningkat, dan biaya ekuitas meningkat. Penelitian tersebut menemukan bahwa apabila kualitas akrual dalam pelaporan keuangan semakin rendah, yang disebabkan oleh risiko informasi perusahaan yang semakin tinggi, dapat menyebabkan biaya ekuitas semakin tinggi. Sebaliknya, apabila suatu kualitas akrual semakin tinggi, akan menyebabkan biaya ekuitas semakin rendah, dikarenakan risiko informasi yang semakin rendah dari perusahaan tersebut. Oleh karena itu, hipotesis

operasional dalam bentuk hipotesis alternatif dikembangkan sebagai berikut

H2: Kualitas laba pada perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Pengaruh penerapan PKS terhadap biaya ekuitas

Biaya ekuitas perusahaan secara langsung terkait dengan value perusahaan, dan semakin rendah biaya ekuitas perusahaan, maka semakin tinggi nilai perusahaan (Akindayomi dan Warsame, 2009). Dengan adanya penerapan PKS dapat menurunkan risiko, sehingga biaya ekuitas mengalami penurunan (Ivanov dan Zaima, 2011). Oleh karena itu, hipotesis operasional dalam bentuk hipotesis alternatif dikembangkan sebagai berikut:

H3a: Harga eksekusi PKS memiliki pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

H3b: Proporsi opsi saham PKS memiliki pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang menerapkan program opsi saham karyawan dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Sampel hanya dibatasi pada perusahaan yang menerapkan PKS dan mempublikasi laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun 2008 sampai 2014.

Pengukuran Variabel

1. Perhitungan biaya ekuitas dengan menggunakan CAPM sebagai berikut:

$$COE_{it} = R_f + \beta R_p$$

COE = estimasi cost of equity (biaya ekuitas)

R_f = risk free rate

B = beta

R_p = risiko premium

2. PKS juga diprosikan dengan Ln harga eksekusi (HE) dan proporsi opsi saham, yang didapat dengan membandingkan jumlah opsi saham yang termasuk dalam program PKS dengan keseluruhan jumlah saham yang dimiliki perusahaan (Asyik, 2007). Lebih jelasnya, rumus proporsi opsi saham yaitu:

$$OP_{it} = \frac{\text{Jumlah Opsi Saham program PKS}}{\text{Keseluruhan jumlah saham yang beredar}}$$

3. Kualitas laba, yang diprosikan dengan akrual diskresioner.

$$DA_t = ((TAC_t)/(A_{t-1})) - NDA_t$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perusahaan sampel menunjukkan bahwa sebanyak 21 perusahaan yang *listing* di BEI menerapkan PKS selama tahun 2008 sampai dengan 2014. Setelah dilakukan pencarian laporan keuangan dan laporan tahunan, dari 21 perusahaan hanya 19 perusahaan yang dijadikan sampel penelitian, hal ini karena ada satu perusahaan yang tidak ditemukan laporan keuangannya, yaitu Sorini Agro Asia Corporindo Tbk (SOBI) pada tahun 2008. Selain itu terdapat satu perusahaan yang mulai menerapkan PKS pada tahun 2014 tetapi belum memberikan saham pada tahun tersebut yaitu PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk (BJTM). Periode penerapan PKS pada tiap perusahaan berbeda, ada yang tujuh tahun, lima tahun, empat tahun, dua tahun, bahkan ada yang hanya setahun. Hal tersebut tergantung kebijakan perusahaan.

Tabel 1. Daftar Penerapan PKS Selama 2008 - 2014

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan
1	AKRA	PT AKR Corporindo Tbk
2	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.
3	BDMN	PT Bank Danamon Tbk.
4	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk.
5	BMTR	PT Global Mediacom Tbk.
6	SCMA	PT Surya Citra Media Tbk.
7	SOBI	PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk.
8	BHIT	PT MNC Investama Tbk.
9	BNGA	PT Bank Niaga Tbk.
10	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk
11	BWPT	PT BW Plantation Tbk.
12	KPIG	PT MNC Land Tbk.
13	MTDL	PT Metrodata Electronics Tbk.
14	APLN	PT Agung Podomoro Land Tbk
15	CTBN	PT Citra Tubindo Tbk.
16	WINS	PT Wintermar Offshore Marine Tbk.
17	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk.
18	SDRA	PT Bank Himpunan Saudara 1906, Tbk
19	BCAP	PT MNC Securities Tbk
		Jumlah Amatan

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2015

Hasil analisis statistik deskriptif terkait data dan variabel penelitian disajikan sebagai berikut :

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Opit	60	.0028	.0273	.007463	.0028
HE	60	4.762	8.551	6.5276	4.7622
DAcT	60	.0080	.7169	.098657	.0080
CoE	60	.0072	.2421	.113442	.0072

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2016

Tabel 2 menggambarkan variabel yang diteliti yaitu variabel eksogen PKS yang diprosikan dengan proporsi opsi saham (OPit) dan harga eksekusi opsi saham (HE), variabel intervening kualitas laba yang diprosikan dengan diskresioneri akrual (DAcT) dan variabel endogen biaya ekuitas yang diprosikan dengan (CoE). Harga eksekusi opsi saham ini menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 6,527. Nilai harga eksekusi terendah adalah 4,76, sedangkan nilai harga eksekusi tertinggi adalah 8,55. Proporsi opsi saham (OPit) ini menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,0074. Hasil ini menggambarkan bahwa opsi saham perusahaan yang dialokasikan kedalam program PKS rata-rata sebesar 0,7%. Alokasi opsi saham karyawan paling banyak diberikan oleh PT Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk pada tahun 2011. Sebaliknya alokasi opsi saham karyawan paling sedikit diberikan oleh PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. Deviasi standar (*standar deviation*) untuk variabel opsi saham karyawan sebesar 0,0028 yang berarti bahwa tingkat variasi kelompok data atau ukuran standar penyimpangan data sebesar 0,0028 dari nilai rata-ratanya.

Kualitas laba (DAcT) memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,98. Nilai biaya ekuitas terendah 0,0085 dan nilai tertinggi 0,717. Nilai rata-rata DAcT 0,09 dan deviasi standar 0,12 yang berarti bahwa tingkat variasi kelompok data atau ukuran standar penyimpangan data sebesar 0,12 dari nilai rata-ratanya.

Biaya ekuitas dengan symbol COE memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,113. Nilai biaya ekuitas terbesar yaitu mencapai 0,24, sedang nilai terendah adalah 0,072.

Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik pengolahan data dengan menggunakan metode SEM berbasis *Partial Least Square (PLS)* memerlukan 2 tahap untuk menilai *Fit Model* dari sebuah model penelitian.

Penelitian ini melakukan analisis jalur (*Path Analysis*) untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh

variabel eksogen terhadap variabel endogen. Persamaan analisis jalur yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$DAcT = \alpha_1 + \beta_1 HE + \beta_1 OPit + e_1 \dots \dots \dots (I)$$

$$CoE = \alpha_2 + \beta_2 DAcT + \beta_2 OPit + \beta_2 HE \dots \dots \dots (II)$$

Evaluasi model (*inner model*) kemudian dilakukan untuk melihat nilai signifikansi dan pengaruh antar variabel melalui prosedur *bootstrapping* (Ghozali, 2012). Pada penelitian ini, nilai signifikansi yang digunakan (*two-tailed*) *t-value* > 1,96 (*significance level* = 5%). Tabel 3 berikut menggambarkan *output t-statistik* dengan menggunakan *Smart PLS 3.0 M3* :

Table 3. Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample	Sample Mean	Standard Deviation	Standard Error	T Statistics
DAcT -> CoE	0,23135	0,22793	0,121131	0,121131	2,0677
HE -> CoE	-0,06727	-0,06804	0,077373	0,077373	0,8466
HE -> DAcT	0,20769	0,21283	0,051708	0,051708	3,9025
OPit -> CoE	-0,12545	-0,12659	0,088441	0,088441	1,4427
OPit -> DAcT	0,27167	0,27720	0,082290	0,082290	3,5451

Sumber :Output Smart PLS 2.0 M3 (2015)

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Pengujian Hipotesis

Signifikansi dalam penelitian ini dapat dilihat dari nilai *t-statistik* dari variabel eksogen. Nilai signifikansi yang digunakan (*two-tailed*) dengan *t-value* 1,65 pada level signifikansi 10%, *t-value* 1,96 pada level signifikansi 5%, dan *t-value* 2,58 pada level signifikansi 1%. Batas untuk mendukung atau tidak mendukung hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah 1,96. Jadi, apabila nilai *t-statistik* lebih kecil dari 1,96 maka hipotesis ditolak sedangkan apabila nilai *t-statistik* lebih besar dari 1,96 maka hipotesis didukung.

Pengujian Pengaruh Program Kepemilikan Saham (PKS) Terhadap Kualitas Laba Perusahaan

Hipotesis pertama (H1) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara PKS (PKS) terhadap kualitas laba perusahaan (DAcT). Variabel PKS diwakili proksi harga eksekusi (HE) dan proporsi opsi saham (OPit). Variabel kualitas laba diprosikan dengan diskresioneri akrual (DAcT), memiliki arah yang berlawanan, ketika DAcT rendah, maka laba yang dihasilkan semakin berkualitas.

Berdasarkan hasil *path coefficients* pada tabel 3, menunjukkan bahwa variabel harga eksekusi PKS berpengaruh positif dan signifikan terhadap akrual diskresioner. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai *T-statistik* pengaruh HE terhadap DAcT sebesar

3,90 yang lebih besar dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar 0,20. Begitu pula dengan proksi proporsi opsi saham PKS (OPit), memiliki nilai t-statistik sebesar 3,54 yang lebih besar dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar 0,27.

Tabel 3 menunjukkan pengaruh PKS terhadap DACt adalah positif, yang berarti kualitas laba mengalami penurunan. Hal ini terjadi karena semakin tinggi DACt, maka semakin rendah kualitas laba. Oleh karena itu hasil yang diharapkan pada hipotesis adalah pengaruh PKS terhadap DACt adalah negatif. Hasil pengujian menunjukkan sebaliknya, oleh karena itu, hipotesis pertama (H1) ditolak.

Pengujian Pengaruh Kualitas Laba Terhadap Biaya ekuitas Perusahaan

Hipotesis kedua (H2) menyatakan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara kualitas laba (DACt) terhadap biaya ekuitas perusahaan (COE). Berdasarkan hasil *path coefficients* pada tabel 3, menunjukkan bahwa kualitas laba berpengaruh positif dan signifikan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai t-statistiknya sebesar 2,067 yang lebih besar dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar 0,23. Dari hasil tersebut terlihat perbedaan arah antara hipotesis dengan hasil *path coefficients*, oleh karena itu, hipotesis kedua (H2) ditolak.

Pengujian Pengaruh Program Kepemilikan Saham (PKS) Terhadap Biaya ekuitas

Hipotesis ketiga (H3) menyatakan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara PKS terhadap biaya ekuitas perusahaan. Variabel PKS diwakili proksi harga eksekusi (HE) dan proporsi opsi saham (OPit), sedangkan biaya ekuitas diproksikan dengan COE. Hasil *path coefficients* pada tabel 3, menunjukkan bahwa HE berpengaruh negatif akan tetapi tidak signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan, hal tersebut dapat dilihat dari nilai t-statistik HE sebesar 0,84 yang lebih kecil dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar -0,06. Nilai T-statistik OPit sebesar 1,44 yang lebih kecil dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar 0,27. Oleh karena itu, hipotesis ketiga (H3) ditolak.

Pembahasan

Pengujian Pengaruh Program Kepemilikan Saham (PKS) Terhadap Kualitas Laba Perusahaan

Hipotesis pertama (H1) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara PKS (PKS) terhadap kualitas laba perusahaan (DACt). Variabel PKS diwakili proksi harga eksekusi (HE) dan proporsi opsi saham

(OPit). Variabel kualitas laba diproksikan dengan diskresioner akrual (DACt), memiliki arah yang berlawanan, ketika DACt rendah, maka laba yang dihasilkan semakin berkualitas.

Berdasarkan hasil *path coefficients* pada tabel 3, menunjukkan bahwa variabel harga eksekusi PKS berpengaruh positif dan signifikan terhadap akrual diskresioner. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai T-statistik pengaruh HE terhadap DACt sebesar 3,90 yang lebih besar dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar 0,20. Begitu pula dengan proksi proporsi opsi saham PKS (OPit), memiliki nilai t-statistik sebesar 3,54 yang lebih besar dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar 0,27.

Tabel 3 menunjukkan pengaruh PKS terhadap DACt adalah positif, yang berarti kualitas laba mengalami penurunan. Hal ini terjadi karena semakin tinggi DACt, maka semakin rendah kualitas laba. Oleh karena itu hasil yang diharapkan pada hipotesis adalah pengaruh PKS terhadap DACt adalah negatif. Hasil pengujian menunjukkan sebaliknya, oleh karena itu, hipotesis pertama (H1) ditolak.

PKS diharapkan menjadi salah satu cara penyalarsan insentif (*align of interest*) antara pemegang saham dan manajemen. Sehingga permasalahan keagenen diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Sebagai suatu bentuk strategi bisnis dan diaplikasi sebagai suatu kebijakan dalam rangka menciptakan nilai perusahaan (*firm values*) program opsi saham dapat menjadi harapan perusahaan. Secara teoritis ketika kepemilikan saham karyawan tinggi, maka insentif yang diberikan kepada mereka bukan hanya berbentuk cash, dan insentif dalam bentuk opsi saham baru dapat dinikmati dalam jangka panjang, sehingga baik karyawan, manajemen maupun eksekutif termotivasi untuk meningkatkan kinerja mereka secara terus menerus. Akan tetapi yang terjadi PKS menimbulkan perilaku oportunistik bagi manajemen. Hasil statistik deskriptif akrual diskresioner yang dilambangkan dengan DACt sebesar 0,98, hal ini menunjukkan campur tangan manajemen dalam mengelola laba.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Alves (2012), yang menunjukkan bahwa praktik manajemen laba perusahaan yang terdaftar Portugis dipengaruhi oleh struktur kompensasi perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa opsi saham eksekutif meningkatkan lingkup *oportunisme* manajerial.

Oleh karena itu, temuan ini menunjukkan bahwa opsi saham eksekutif mempengaruhi kualitas informasi laba negatif, dan akibatnya mengurangi

kualitas dan nilai relevansi data keuangan yang dipublikasikan.

Hasil penelitian ini konsisten tidak dengan penelitian Jiraporn (2007). Penelitian tersebut menemukan hubungan terbalik antara kepemilikan saham karyawan dengan manajemen laba dengan akrual diskresioner sebagai proksinya. Perusahaan dengan proporsi kepemilikan opsi saham lebih besar akan mengurangi manajemen laba, sehingga kualitas laba yang dihasilkan meningkat. PKS sebagai penyelaras kepentingan antara karyawan dengan pemegang saham, sehingga karyawan dan manajemen memiliki lebih banyak insentif, sehingga manajemen lebih hati-hati, serta mengurangi sikap *oportunisme* manajerial dalam bentuk pengelolaan laba. Selain itu PKS membuat pekerjaan manajer lebih aman sehingga dengan demikian, memungkinkan manajer untuk berkonsentrasi pada kesejahteraan jangka panjang dari perusahaan bukan hanya laba jangka pendek, sehubungan dengan masa opsi saham mereka.

Pengaruh Kualitas Laba Terhadap Biaya ekuitas Perusahaan

Hipotesis kedua (H2) menyatakan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara kualitas laba (DACT) terhadap biaya ekuitas perusahaan (CoE). Berdasarkan hasil *path coefficients* pada tabel 3, menunjukkan bahwa kualitas laba berpengaruh positif tidak signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai t-statistiknya sebesar 0,037 yang lebih kecil dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar -0,035. Oleh karena itu, hipotesis kedua (H2) ditolak.

Kualitas laba tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Proksi kualitas laba yang digunakan dalam penelitian ini adalah kualitas laba dilihat dari faktor akrual diskresioner. Hasil pengujian dalam penelitian ini menemukan hubungan positif antara akrual diskresioner dengan biaya ekuitas (CoE). Semakin tinggi akrual diskresioner semakin tinggi pula risikonya, sehingga tingkat kembalian ekuitas juga semakin tinggi.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Aboody et al. (2005). Pada penelitian Aboody et al. (2005) kualitas akrual berhubungan dengan risiko informasi, risiko informasi tersebut dapat berdampak pada *cost of equity capital* yang disebabkan asimetri informasi melalui komponen asimetri sistematis yang berpengaruh terhadap harga saham dan kerugian yang terjadi karena informasi yang muncul secara privat yang mempengaruhi potensi keuntungan yang menerpa pasar ketika asimetri informasi menjadi faktor yang sangat diperhatikan.

Pengujian Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (PROGRAM KEPEMILIKAN SAHAM) Terhadap Biaya ekuitas

Hipotesis ketiga (H3) menyatakan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara PKS terhadap biaya ekuitas perusahaan. Variabel PKS diproksikan dengan harga eksekusi (HE) dan proporsi opsi saham (OPit), sedangkan biaya ekuitas diproksikan dengan CoE. Hasil *path coefficients* pada tabel 3, menunjukkan bahwa PKS dengan tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas, baik untuk proksi harga eksekusi maupun proksi proporsi opsi saham. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai t-statistik HE sebesar 0,84 yang lebih kecil dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar -0,06. Nilai t-statistik OPit sebesar 1,44 yang lebih kecil dari 1,96 dengan nilai koefisien sebesar -0,27. Oleh karena itu, hipotesis ketiga (H3) ditolak.

Program kepemilikan saham yang diterapkan tiap perusahaan tidak mempengaruhi biaya ekuitas. Besarnya proporsi opsi saham tiap perusahaan masih relatif kecil, yaitu rata – rata 0.07. Sedangkan nilai maksimal saham yang dialokasikan perusahaan ke dalam program ini hanya sekitar 2% dari maksimal 10% sesuai dengan peraturan OJK. Kecilnya proporsi ini menjadikan program ini belum dapat mempengaruhi penurunan biaya ekuitas, dan dianggap program ini belum berhasil diterapkan pada perusahaan publik di Indonesia.

Begitu pula untuk harga eksekusi yang ditentukan oleh perusahaan belum mempengaruhi biaya ekuitas pada tahun tersebut, mungkin perlu dilakukan pengamatan tambahan untuk pengaruh harga ekuitas terhadap biaya ekuitas pada periode setelah penetapan harga eksekusi.

Analisis Kualitas Laba sebagai Variabel Intervening

Pada penelitian ini, pengujian efek intervening/mediasi antara variabel eksogen PKS terhadap variabel endogen biaya ekuitas perusahaan dengan variabel penghubung kualitas laba, menunjukkan bahwa kualitas laba bukan menjadi variabel intervening antara PKS dengan biaya ekuitas perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari tiga tahapan pengujian efek mediasi yang tidak dapat terpenuhi dari hasil penelitian ini.

Hasil pengujian yang terangkum dalam tabel 3 menunjukkan hasil yang signifikan antara PKS terhadap biaya ekuitas. Akan tetapi ketika dilakukan pengujian pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas, menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Terdapat tiga tahapan untuk menguji efek mediasi atau intervening dengan menggunakan smart PLS. Tahapan pertama yang dilakukan dalam penelitian

ini menguji pengaruh eksogen PKS terhadap variabel endogen biaya ekuitas. Hasil pengujian menunjukkan PKS tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Tahapan kedua menguji pengaruh variabel eksogen PKS terhadap variabel mediasi kualitas laba, berdasarkan hasil t statistik terlihat PKS berpengaruh positif dan signifikan terhadap kualitas laba. Tahapan ketiga menguji secara simultan pengaruh variabel eksogen PKS dan variabel mediasi kualitas laba terhadap variabel endogen biaya ekuitas. Pada pengujian tahap akhir ini diharapkan pengaruh variabel eksogen terhadap endogen tidak signifikan, sedangkan pengaruh variabel mediasi terhadap variabel endogen harus signifikan. Akan tetapi hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan pengaruh PKS terhadap biaya ekuitas signifikan, sehingga kualitas laba tidak memberikan efek mediasi antara PKS terhadap biaya ekuitas.

PENUTUP

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan mengenai pengaruh program kepemilikan saham terhadap biaya ekuitas perusahaan dengan kualitas laba sebagai variabel intervening, serta dalam rangka menguji implikasi dari teori agensi di pasar modal Indonesia serta berdasarkan pada tujuan dari penelitian ini, maka dirincikan beberapa kesimpulan, program kepemilikan saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap diskresioner akrual. Hasil ini menunjukkan adanya penerapan PKS justru membuat kualitas laba menjadi rendah. Hal ini menunjukkan bahwa salah tujuan penerapan PKS, yaitu penyalaras kepentingan antara *principals* dan *agent* tidak tercapai. Kualitas laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan. Hasil penelitian ini mengindikasikan faktor diskresioner berpengaruh terhadap *required rate of return* yang diharapkan investor. Kualitas laba yang kurang baik menyebabkan tingkat kembalian yang diharapkan investor juga tinggi, hal ini berkaitan dengan risiko dalam informasi yang dihasilkan dari laba yang dihasilkan bisa saja dari campur tangan manajemen yang mengharapkan kenaikan nilai saham. Harga eksekusi dan proporsi opsi saham tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas perusahaan. Besarnya proporsi opsi saham tiap perusahaan masih relatif kecil, yaitu rata – rata 0.07. Sedangkan nilai maksimal saham yang dialokasikan perusahaan ke dalam program ini hanya sekitar 2%. Kualitas laba tidak memberikan efek mediasi atau tidak menjadi variabel intervening dalam pengaruh PKS terhadap biaya ekuitas perusahaan. Hal tersebut

disebabkan tidak ditemukannya pengaruh yang signifikan secara statistik dalam pengujian variabel kualitas laba sebagai variabel intervening dalam model penelitian ini.

SARAN

Berdasarkan penjelasan mengenai keterbatasan penelitian yang dikemukakan sebelumnya, maka saran-saran yang dapat diberikan kepada peneliti selanjutnya ialah:

1. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan periode penelitian yang lebih lama serta menambah pengujian terhadap periode setelah penentuan harga eksekusi.
2. Peneliti selanjutnya dapat mencoba untuk menggunakan data primer mengenai manfaat penerapan PKS apabila dilihat dari sudut pandang karyawan penerima.
3. Peneliti selanjutnya dapat mencoba menguji kemungkinan hubungan timbal balik antara kualitas laba dan penerapan PKS.
4. Peneliti selanjutnya dapat menguji variabel-variabel lain yang mampu menjelaskan pengaruh penerapan paket kompensasi lain terhadap biaya ekuitas perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aboody, D., J. Hughes, dan J. Liu. 2005. "Earnings quality, insider trading and cost of equity capital." *Journal of Accounting Research* Vol 43 No.5, hlm.51-673
- Akindayomi, A. dan Warsame, H. 2009. "The Relationship Between Executive Stock Options Compensation and Firm Value." CAA Annual Conference.
- Alves, Sandra. 2012. *Executive Stock Options and Earning Management in the Portugese Listed Companies*. RC-SAR Vol 15, 211-235.
- Anwar, A dan Z. Baridwan. 2006. Effect Of Employee Stock Option Plans (PROGRAM KEPEMILIKAN SAHAMs) to Peformance and Firm Value : Empirical Study at JSX. Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.
- Asyik, N.F. 2007. "Analisa Perilaku Manajemen terhadap Penerapan Kompensasi Program Opsi Saham Eksekutif: Uji Komprehensif disekitar Tanggal Hibah." Simposium Nasional Akuntansi (SNA) X Makassar.
- Asyik, N.F. 2010. "Dampak Struktur Modal Pada Sensitivitas Penerapan Kompensasi Opsi Saham Karyawan Terhadap Kinerja." *Ekuitas* Vol 14 No.1, hlm: 1-21.
- Astika, Ida Bagus P. 2003. "Hubungan Keagenan dan Hukum Besi dalam Manajemen Laba."

- Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis Vol.4 No.2
- Astika, Ida Bagus P. 2007. Pembentukan Return Saham Ekspektasian melalui Managemen Laba di sekitar Peristiwa Pengumuman Program Opsi Saham Karyawan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 8 (3), hlm: 827-835.
- Astika, I.B.P. 2012. Harga Referensi Dan Return Expectatio Dalam Employee Stock Of Option Plan. *Finance and Banking Journal*. Vol. 14 No. 1
- Chen, C.R., T. L., Steiner. 2000. "Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Nonlinier Simultaneous Equations Model." *Journal of Economics and Business* 52.pp 368—382.
- Daneshfar, A. 2015. The effect of employee profit sharing and stock option on corporate earnings measurement quality. *Journal of Finance and Accountancy*. Vol. 20.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C., 2010. "Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences." *Journal of Accounting and Economics* Vol 50, pp: 344–401
- Kedia, Simi, and Abon Mozumdar. 2002. "Performance impact of employee stock options." working paper, Harvard Business School.
- Hanlon, M., Rajgopal, S., and Sheclin, T. 2003. "Are Executive Stock Option Associated with Future Earnings?." *Journal of Accounting and Economic* Vol , pp:36. 3-43.
- Ivanov, S dan Zaima, J. 2011. "Analysis of the Effect of PROGRAM KEPEMILIKAN SAHAM Adoption on the Company Cost of equity capital." *Managerial Finance* Vol 37 No. 2, pp: 173-188.
- Jiraporn, Pornsit. 2007. PROGRAM KEPEMILIKAN SAHAMs and earnings management: an empirical note. *Applied Financial Economics Letters* Vol 3 No 5, pp: 287-293.
- Triningtyas, I.A dan Siregar, S.V. 2014. "Pengaruh Kualitas Akruial Terhadap Biaya Utang dan Biaya Ekuitas: Studi pada perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005-2011". Paper disajikan pada SNA XVII Lombok