

DEVIDEND POLICY SEBAGAI PEMODERASI PENGARUH EXERCISE PRICE DAN ESOP TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DI BEL.

Yayuk Wahyuni
Yayukwahyuni96@gmail.com
Mashariono

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI INDONESIA (STIESIA) SURABAYA

ABSTRACT

This research aims to determine the influence of exercised price and employee stock ownership program on corporate performance with dividend policy as a moderate variable. The sample selection is done by using purposive sampling method at go public company which listed in the Indonesia Stock Exchange (BEI). The criteria chosen in the sample determination are, among others, a publicly listed company that publishes audited financial statements during the 2012-2016 period. Companies that conduct shares ownership program during the period of 2012-2016. Pursuant to purposive sampling method obtained by research sample counted 55 company. Data analysis in this research using SPSS 24 statistical test tool. The results of this research indicate that the variable exercising price significantly and positively influenced the company's performance and exercise price significantly and negatively influenced the company's performance moderated with the dividend policy. While employee stock ownership program does not influence the performance of the company and employee stock ownership program positively influence the company's performance moderated with dividend policy.

Keywords: exercise price, employee stock ownership program, corporate performance, dividend policy.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh exercise price dan employee stock ownership program terhadap kinerja perusahaan dengan devidend policy sebagai variabel moderat. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling pada perusahaan go public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Kriteria-kriteria yang dipilih dalam penentuan sampel antara lain perusahaan go public yang menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit selama periode tahun 2012-2016. Perusahaan yang melakukan employee stock ownership program selama periode tahun 2012-2016. Berdasarkan metode purposive sampling diperoleh sampel penelitian sebanyak 55 perusahaan. Analisis data pada penelitian ini menggunakan alat uji statistik SPSS 24. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel exercise price berpengaruh signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan dan exercise price berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kinerja perusahaan yang dimoderasi dengan devidend policy. Sedangkan employee stock ownership program berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan employee stock ownership program berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang dimoderasi dengan devidend policy. Kata kunci : exercise price, employee stock ownership program, kinerja perusahaan, devidend policy.

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan dapat memiliki kinerja yang baik apabila karyawannya bekerja secara optimal. Upaya perusahaan dalam mengoptimalkan kinerja karyawan adalah salah satunya melalui kompensasi. Karyawan yang telah memberikan kinerja yang baik terhadap perusahaan mengharapkan kompensasi yang dapat menjadi motivasi untuk berkinerja dengan baik secara terus-menerus. Karyawan yang mempunyai kinerja yang baik akan memiliki produktifitas tenaga kerja yang optimal sehingga dapat memacu profitabilitas perusahaan. Pada dasarnya perusahaan terdiri atas hubungan antara manajemen dengan pemilik perusahaan yang merupakan paradigma hubungan prinsipal (pemilik perusahaan)

dan agen (karyawan), akan tetapi dalam perjalanannya hubungan kontraktual ini sering menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*) karena adanya masing-masing perbedaan kepentingan antara agen dengan prinsipal (Asyik, 2010:2).

Dalam dunia praktik yang sesungguhnya terdapat dua faktor pemicu terjadinya *agency conflict* pertama, adanya ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*) antara kedua belah pihak tentang berbagai hal yang menyangkut masa depan perusahaan. Kedua, adanya perbedaan kepentingan yang diperkuat oleh unsur-unsur keperilakuan. Ketika agen menjalankan perannya, unsur keperilakuan akan mempengaruhi ketaatan kepada komitmen yang telah dibuat dengan prinsipal. Semakin dominan unsur *behavioral* maka mempengaruhi keputusan yang dibuat oleh agen, semakin besar pula peluang terjadinya *moral hazard* dan pertentangan kepentingan yang pada akhirnya menimbulkan konflik keagenan (Asri, 2013:310).

Upaya yang dilakukan pihak prinsipal dalam membatasi masalah keagenan adalah dengan melakukan pengawasan untuk mencegah *moral hazard* dari manajemen sehingga pihak prinsipal harus mengeluarkan biaya pengawasan. Selain itu, prinsipal dapat membatasi pertentangan kepentingan melalui penerapan *employee stock ownership program* (ESOP).

Employee Stock Ownership Program (ESOP) atau Program Opsi Saham Karyawan (POSK) merupakan salah satu bentuk kompensasi yang diberikan kepada karyawan sebagai bentuk apresiasi atas kinerja jangka panjang yang telah dilakukan terhadap perusahaan. ESOP merupakan suatu bentuk opsi yang diberikan kepada sekelompok karyawan tertentu dalam suatu perusahaan untuk membeli saham perusahaan itu sendiri. Program opsi saham karyawan memberikan sebuah hak kepada karyawan untuk membeli sejumlah saham perusahaan dengan harga yang telah ditetapkan.

ESOP secara umum terdiri atas 3 tahapan, yaitu tahap pengumuman, tahap hibah opsi saham, dan terakhir harga eksekusi (*exercise price*). Pemilik hak opsi saham baru bisa membeli saham entitasnya pada tahap eksekusi dengan harga yang sudah ditetapkan di muka atau pada saat pengumuman opsi saham (Kartikasari, 2015). Harga eksekusi (*exercise price*) adalah harga pelaksanaan opsi saham pada tahap eksekusi. Semakin rendah harga yang ditentukan pada saat hibah opsi saham, maka akan semakin tinggi minat karyawan untuk mengikuti program ESOP (Astika, 2012).

Program opsi saham karyawan yang diberikan oleh perusahaan diharapkan mampu memotivasi karyawan untuk bekerja secara lebih optimal dari waktu ke waktu, hal ini dikarenakan selain gaji, karyawan juga mendapatkan *return* dari saham yang dimiliki berupa deviden. Besar kecilnya deviden yang dibagikan perusahaan akan dianggap sebagai suatu sinyal bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa yang akan datang (Aminati, 2016). Selain itu, kebijakan deviden merupakan salah satu faktor yang mengalami perubahan setelah diterapkannya program opsi saham karyawan.

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan maka rumusan masalah yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) apakah *exercise price* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?. (2) apakah *Employee Stock Ownership Program* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?. (3) apakah *exercise price* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan setelah dimoderasi oleh *dividend policy*? (4) apakah *Employee Stock Ownership Program* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan setelah dimoderasi oleh *dividend policy*?. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *exercise price* dan *employee stock ownership program* terhadap kinerja perusahaan dan pengaruh *exercise price* dan *employee stock ownership program* setelah dimoderasi oleh *dividend policy*. Berdasarkan kegunaan teoritis diharapkan dapat memperkaya konsep atau teori yang mendorong perkembangan ilmu pengetahuan tentang *exercise price* dan *employee stock ownership program* dengan *dividend policy* sebagai variabel moderasi terutama yang terkait dengan kinerja perusahaan.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan teori yang bertujuan menjelaskan bagaimana kedua belah pihak yang melakukan hubungan kontrak meminimalisir biaya sebagai sebuah dampak yang diakibatkan oleh informasi yang tidak simetris (Astika dan Menawati, 2017:1920). Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*principal*) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (*agent*) yaitu manajemen, dalam bentuk kontrak kerja sama yang biasa disebut *nexus of contract* (perusahaan sebagai jaringan dari suatu kontrak).

Kondisi yang ideal adalah ketika masing-masing pihak menjalankan perannya dengan benar: Agen bertindak untuk dan atas nama prinsipal, sebaliknya prinsipal memberikan penghargaan yang setimpal kepada agen. Dalam kondisi ini konflik dan biaya keagenan (*agency cost*) akan minimal.

Exercise Price

Exercise price atau harga pelaksanaan adalah harga yang ditetapkan pada seratus persen harga pasar wajar saham pada tanggal pemberian opsi. Hal ini berarti bahwa karyawan akan merealisasikan nilai dari opsi hanya jika harga saham perusahaan meningkat melebihi tingkat yang dihasilkan oleh seluruh pertumbuhan ekonomi pasar saham. Bapepam (2002). *Exercise price* atas hak opsi yang telah diberikan umumnya lebih rendah dari harga pasar saham perusahaan sehingga menjadi motivator yang lebih dibandingkan bonus kas. Hak opsi yang diberikan bisa mengikat karyawan untuk berkinerja secara maksimum dari waktu ke waktu, sebab opsi terus menerus berlaku sebagai suatu insentif yang nilai sebenarnya akan ditentukan dengan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang.

Employee Stock Ownership Program

Menurut Tampubolon (2013:226) menyatakan bahwa *Employee Stock Ownership Program* merupakan perencanaan kepemilikan saham oleh karyawan, biasanya merupakan pemberian bonus dimana karyawan diharapkan menjadi investor untuk memberi kontribusi melalui produktivitas yang maksimal bagi korporasi. *Employee Stock Ownership Program (ESOP)* merupakan program yang bertujuan untuk memberikan kesempatan bagi karyawan untuk memiliki saham perusahaan atas pencapaiannya dalam perusahaan. *Employee Stock Ownership Program (ESOP)* atau yang lebih dikenal sebagai program opsi saham karyawan memiliki perbedaan dengan opsi yang diperdagangkan di pasar reguler. Menurut Rubinstein (1995) dalam Asyik (2010:3) menyatakan bahwa terdapat beberapa karakteristik ESOP yaitu :

- a. ESOP merupakan *opsi call* yang diterbitkan oleh suatu perusahaan atas saham perusahaan itu sendiri.
- b. Memiliki masa tunggu (*vesting periode*) jika karyawan keluar dari perusahaan (sukarela atau tidak) dalam periode masa tunggu, maka opsi menjadi batal. Jika karyawan keluar dari perusahaan setelah periode masa tunggu, maka opsi akan dilaksanakan segera jika harga pasar saham dalam keadaan *In the Money*.

Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan dapat dilihat dari kinerja keuangan. Kinerja keuangan dapat dinilai dari laporan keuangan yang telah dipublikasikan perusahaan. Dalam penelitian ini akan dibahas tentang rasio profitabilitas dan rasio turnover. Rasio-rasio ini merupakan ukuran kinerja operasional yang terkena dampak dari pengadopsian ESOP.

Pada penelitian ini kinerja perusahaan diukur menggunakan indikator ROE. Karena ROE merupakan salah satu indikator yang digunakan dalam mengukur suatu kinerja perusahaan

yang mengalami peningkatan setelah penerapan *employee stock ownership program* (Setiawan, 2017:8). Oleh karena itu ROE digunakan sebagai indikator ukuran kinerja perusahaan untuk membuktikan secara empiris konsistensi dari rasio tersebut.

ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini penting bagi pihak pemegang saham untuk mengetahui efektivitas dan efisiensi pengelolaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan.

Dividend Policy

Kebijakan Dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam pendanaan perusahaan, karena kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba ditahan guna menambah biaya modal investasi di masa yang akan datang (Martono dan Harjinto, 2014:270). Kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR), yaitu besarnya persentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Keputusan dividen merupakan bagian dari keputusan pembelanjaan perusahaan, khususnya berkaitan dengan pembelanjaan internal perusahaan. Hal ini karena besar kecilnya dividen yang dibayarkan perusahaan akan mempengaruhi sumber dana internal perusahaan, yaitu laba ditahan (Sudana, 2011 : 167). Kebijakan Dividen dalam suatu perusahaan sangat penting karena alasan-alasan berikut: (Tampubolon, 2013: 201).

- a. Menjaga kepentingan investor sebagai pemegang saham dan akan menjadi pemegang saham.
- b. Kebijakan dividen akan mempengaruhi program keuangan dan *capital budgeting* suatu korporasi.
- c. Kebijakan dividen akan mempengaruhi *cash flow* korporasi. Suatu korporasi dengan posisi likuiditas rendah akan dipaksa untuk membatasi pembayaran dividen.
- d. Kebijakan dividen dapat menurunkan nilai modal saham korporasi, karena dividen akan dibayarkan dari laba yang ditahan, sehingga akan meningkatkan hutang/modal rasio korporasi.

Menurut Tampubolon, (2013:203) tujuan korporasi dari segi keuangan (*financing*) serta sudut kebijakan dividen adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik, disamping menyelenggarakan keuangan yang cukup untuk korporasi tersebut

Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan permasalahan dalam penelitian adalah sebagai berikut :

1. Setyaningrum (2012)
meneliti tentang "pengaruh *employee stock ownership program* terhadap kualitas implementasi *corporate governance* dan kinerja perusahaan". Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan ROA, ROE, PBV dan dividen tidak mengalami perbedaan baik antara sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP.
2. Ngambi and Frederic (2013)
meneliti tentang " *employee share ownership and firm performance evidence from a sample of cameroonian firms*". Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham karyawan secara positif meningkatkan ROA perusahaan, sedangkan kepemilikan saham karyawan tidak berpengaruh terhadap ROE perusahaan

3. Kameswari dan Astika (2014)

Meneliti tentang “pengaruh jumlah opsi saham dan harga eksekusi (*exercise price*) pada kinerja perusahaan”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah opsi saham yang dihibahkan tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan, sedangkan harga eksekusi (*exercise price*) berpengaruh pada kinerja perusahaan di tahun hibah opsi dan pada satu tahun mendatang.

4. Dewi dan Hatane (2015)

Meneliti tentang “peranan *employee stock ownership plan* dalam pengaruh *value added intellectual capital* terhadap *financial performance*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hanya *return on investment* yang tidak memiliki beda signifikan antara perusahaan yang menerapkan *employee stock ownership plan*, sedangkan *return on equity*, *market to book ratio*, dan *earning pershare* memiliki perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang menerapkan *employee stock ownership program*.

5. Isbanah (2015)

meneliti tentang “Pengaruh ESOP, *leverage*, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan di Bursa Efek Indonesia”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan variabel ESOP, *leverage* serta Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA, sedangkan ESOP, *leverage*, dan ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE.

6. Ayu et al (2014)

Meneliti tentang “pengaruh proporsi opsi dan harga eksekusi pada *return* saham dalam pelaksanaan ESOP di indonesia”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI dan mengadopsi ESOP. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi opsi saham terbukti berpengaruh positif pada *return* saham. Sedangkan harga eksekusi (*exercise price*) tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

7. Santioso et al (2017)

Meneliti tentang “*the effect of financial leverage, employee stock ownership program and firm size on firm performance of companies listed in indonesia stock exchange*”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan indikator ROA dan ROE.

8. Budiman (2017)

Meneliti tentang “pengaruh harga eksekusi dan ESOP terhadap kinerja perusahaan dengan moderasi kepemilikan manajerial”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ESOP berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan harga eksekusi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan.

9. Pujiharjanto dan Sukendro (2012)

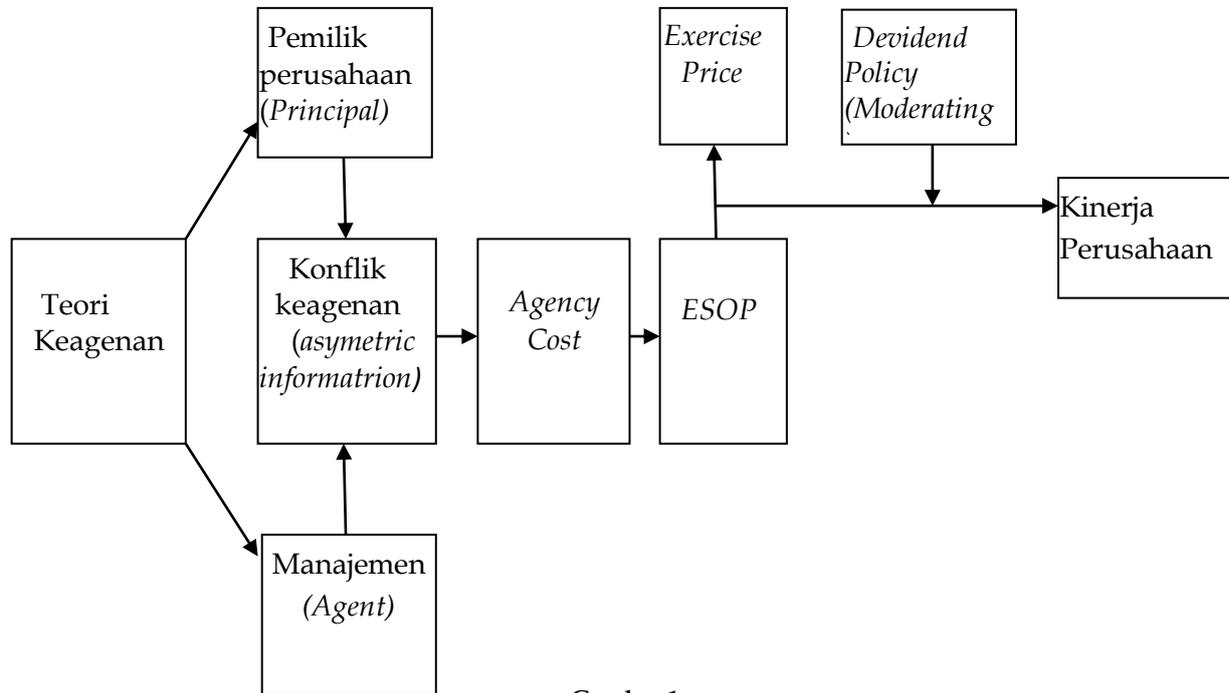
Meneliti tentang “pengaruh kebijakan deviden terhadap kinerja perusahaan di indonesia”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan deviden berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

10. Velnampy et al (2014)

Meneliti tentang “*devidend policy and firm performance: evidence from the manufacturing companies listed on colombo stock exchange*”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan deviden berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA dan ROE.

Rerangka Pemikiran

Rerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat dijelaskan dalam gambar sebagai berikut:



Gambar 1
Rerangka Pemikiran

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *exercise price* terhadap Kinerja Perusahaan

Exercise Price atau harga eksekusi adalah harga pelaksanaan opsi saham pada tahap yang telah ditentukan (tahap eksekusi). Tinggi rendahnya *exercise price* akan direspon oleh karyawan, semakin rendah harga yang ditentukan pada saat hibah opsi saham maka akan semakin tinggi minat karyawan untuk mengikuti program ESOP. Rendahnya *exercise price* menjadi insentif bagi karyawan dalam meningkatkan kinerjanya sehingga memberikan dampak berupa adanya peningkatan kinerja perusahaan (Kartikasari, 2015). Hal ini sejalan dengan penelitian Kameswari dan Astika (2014) dan Kartikasari (2015) bahwa *exercise price* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Terdapat perbedaan hasil penelitian, menurut Budiman (2017) *exercise price* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁ : *exercise price* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program (ESOP)* terhadap Kinerja Perusahaan

Employee Stock Ownership Program (ESOP) merupakan bentuk kompensasi untuk menghargai karyawan atas kontribusi berupa kinerja jangka panjang terhadap perusahaan. Pemberian opsi saham digunakan dengan tujuan untuk menyelaraskan insentif yang diperoleh karyawan dengan keinginan para pemilik saham perusahaan atau selanjutnya disebut dengan upaya meminimalisir adanya konflik keagenan (*agency conflict*). Pengumuman ESOP memberikan informasi bahwa perusahaan memiliki karyawan dengan motivasi yang tinggi dalam bekerja karena adanya penghargaan (*reward*) berupa ESOP. Selain itu ESOP akan meningkatkan rasa memiliki (*sense of belonging*) sehingga mendorong produktivitas karyawan dalam bekerja sehingga menjadi berita baik (*good news*) bagi investor untuk melihat kondisi kinerja perusahaan.

Menurut Firmansyah (2014) serta Safitri (2017) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP tidak memiliki perbedaan secara signifikan. Hasil penelitian tersebut diperkuat dengan hasil penelitian Santioso *et al* (2017) yang menyebutkan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Terdapat perbedaan hasil penelitian, Budiman (2017) menyatakan bahwa ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂ : *Employee Stock Ownership Program* berpengaruh positif terhadap Kinerja Perusahaan

Pengaruh *exercise price* terhadap Kinerja Perusahaan yang dimoderasi oleh *Dividend Policy*

Exercise price yang telah ditetapkan oleh perusahaan menjadi perhatian karyawan, sebab semakin rendah *exercise price* yang ditentukan pada saat hibah opsi saham maka akan semakin tinggi minat karyawan untuk mengikuti program ESOP. *Exercise price* umumnya tidak jauh berbeda dengan harga saham perusahaan pada saat pengumuman opsi saham. Karyawan akan merealisasikan nilai opsi hanya jika harga saham meningkat melebihi tingkat yang dihasilkan dari seluruh pertumbuhan ekonomi pasar saham (Bapepam, 2002). *exercise price* yang diumumkan digunakan sebagai informasi tambahan yang digunakan oleh para investor dalam menentukan keputusan terhadap pembelian atau penjualan saham perusahaan. Selain itu, informasi tambahan yang digunakan oleh investor maupun calon investor adalah kebijakan perusahaan mengenai pembagian deviden, kebijakan perusahaan dalam membagikan deviden secara stabil akan menjadi sinyal positif yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kondisi kinerja yang cukup baik

H₃ : *Exercise Price* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang dimoderasi oleh *Dividend Policy*.

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* terhadap kinerja perusahaan yang dimoderasi oleh *Dividend Policy*

Menurut teori keagenan, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. upaya yang dilakukan perusahaan guna meminimalisi *agency cost* akibat divergensi kepentingan adalah melalui *Employee Stock Ownership Program*. ESOP memberikan sebuah hak kepada karyawan untuk membeli sejumlah saham perusahaan dengan harga yang telah ditetapkan. Karyawan akan merealisasikan nilai dari opsi dengan mempertimbangkan *return* yang akan diperoleh, *return* yang dimaksud adalah besarnya deviden yang diterima atas realisasi nilai opsi. Menurut Arumsari *et al* (2014) Deviden yang diterima akan mendorong pihak-pihak yang berkepentingan di dalam perusahaan untuk semakin meningkatkan produktivitasnya dalam bekerja, sehingga berdampak pada peningkatan dalam kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₄: ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang dimoderasi oleh *Dividend Policy*.

METODE PENELITIAN

Penulis dalam Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan melakukan pengujian hipotesis. Data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder yang diperoleh dalam penelitian ini berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2012-2016. Data sekunder yaitu sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung atau melalui media perantara. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengujian hipotesis menggunakan perhitungan

sistematis dengan menggunakan rumus statistik untuk menguji hubungan antar variabel yang akan diteliti dan akan menghasilkan kesimpulan dengan tujuan untuk membuktikan hipotesis. Pengukuran data menggunakan data periode pengamatan tahun 2012-2016.

Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini, teknik pengambilan sampel yang digunakan peneliti adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria atau pertimbangan tertentu. Adapun kriteria-kriteria yang dipilih adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan *Go Public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2012-2016
2. Perusahaan yang memiliki kelengkapan data laporan keuangan serta menyertakan laporan keuangan per 31 Desember 2012-2016. Pemilihan periode tersebut didasarkan pada alasan bahwa laporan per 31 Desember merupakan laporan yang telah di audit, sehingga laporan keuangan tersebut dapat lebih dipercaya.
3. Perusahaan yang mengumumkan *Employee Stock Ownership Program (ESOP)* periode 1 Januari 2012 sampai dengan 31 Desember 2016.

Berdasarkan kriteria tersebut maka diperoleh sampel sebanyak 55 perusahaan.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data pada penelitian ini menggunakan metode atau cara sebagai berikut :

1. Studi pustaka
Data dan teori dalam penelitian ini diperoleh dari literatur, artikel, jurnal dan penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian dan landasan teori.
2. Studi dokumentasi
Dilakukan dengan mengumpulkan data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan yang telah diperoleh dari Bursa Efek Indonesia di STIESIA maupun dengan mengunjungi situs resmi Bursa Efek Indonesia (*www.idx.com*) dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Independen

a. *Exercise Price*

Exercise Price merupakan harga pelaksanaan yang ditetapkan pada 100% harga pasar wajar saham pada tanggal hibah opsi. Harga pelaksanaan yang ditawarkan dapat berupa harga premium atau yang disebut dengan harga pelaksanaan yang meningkat berdasarkan pada indeks. Indeks yang dimaksud dalam hal ini adalah indeks perusahaan dalam industri yang sama. Hal ini mengartikan bahwa karyawan akan merealisasikan nilai opsi apabila harga pasar saham perusahaan meningkat melebihi tingkat yang dihasilkan dari seluruh pertumbuhan ekonomi dan pasar saham (Bapepam, 2002).

Exercise Price pada penelitian ini diukur dengan mengacu pada penelitian Budiman (2017) adalah dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Ln Exercise Price}$$

b. *Employee Stock Ownership Program (ESOP)*

Employee Stock Ownership Program merupakan program kepemilikan saham oleh karyawan atas saham perusahaan tempat karyawan tersebut bekerja (Bapepam, 2002). Jumlah opsi saham karyawan pada penelitian ini diprosikan dengan membandingkan proporsi opsi saham yang didapat dengan jumlah opsi saham yang dihibahkan dengan keseluruhan jumlah opsi saham yang dimiliki oleh perusahaan. Proporsi opsi saham pada penelitian ini mengacu pada penelitian Kameswari dan Astika (2014) yaitu:

$$\text{Proporsi opsi saham} = \frac{\text{Jumlah opsi saham yang dihibahkan}}{\text{Keseluruhan jumlah saham yang dimiliki perusahaan}}$$

2. Variabel Moderating

a. *Devidend Policy*

Devidend Policy atau Kebijakan Deviden merupakan variabel dalam penelitian ini, variabel Kebijakan Deviden disimbolkan dengan (DP). Kebijakan Deviden didefinisikan sebagai indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh dan di distribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas (Andriani, 2012). *Dividend payout ratio*(DPR) ditentukan berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak.

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earnings per share}} \times 100$$

3. Variabel Dependen

Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan ROE.

a. *Return on Equity* (ROE)

ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini penting bagi pihak pemegang saham untuk mengetahui efektivitas dan efisiensi pengelolaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. Semakin tinggi rasio ini maka semakin efisien penggunaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total ekuitas}} \times 100$$

Teknik Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menganalisis data kuantitatif yang diolah menurut perhitungan untuk masing-masing variabel penelitian. Analisis deskriptif ini memberikan penjelasan mengenai berbagai karakteristik data seperti rata-rata (mean), standar deviasi , dan sebagainya.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji Normalitas untuk menguji apakah dalam suatu model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik, dengan melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan dengan distribusi normal, dan metode *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dan distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis diagonal, dan *ploting* data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika didistribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonal

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk melihat ada atau tidaknya korelasi (keterkaitan) yang tinggi antara variabel-variabel bebas dalam suatu model regresi linear berganda.

Gejala multikolinearitas dalam model regresi dapat diuji dengan melihat nilai *tolerance* (TOL) dan *variance inflation factor* (VIF) dari masing-masing variabel independen terhadap

variabel dependen. Jika nilai VIF tidak melebihi 10 dan nilai *tolerance* tidak kurang dari 0,1 maka model dinyatakan tidak mengandung multikolinearitas (Ghozali,2016:103)

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah model dalam regresi terdapat ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *Variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali,2016:134).

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi menunjukkan apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode *t* dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya. Autokorelasi dapat muncul karena observasi yang berurutan antara satu dengan yang lain sepanjang waktu, sehingga hasil dari regresi menjadi tidak efisien karena varian tidak minimum dan menjadikan tes signifikansi tidak akurat. Untuk pengujian autokorelasi dapat dilakukan dengan uji Durbin Watson (DW).

Analisis Persamaan Regresi Linear Berganda

Dalam penelitian ini bentuk umum dari regresi linear berganda yang digunakan adalah:

$$ROE = \alpha + \beta_1 EP + \beta_2 ESOP + \beta_3 DP + \beta_4 EP*DP + \beta_5 ESOP*DP + e$$

Keterangan :

ROE = *Return on Equity*

α = konstanta

β = koefisien regresi dari masing-masing variabel independen

e = standart eror

EP = *Exercise Price*

ESOP = *Employee Stock Ownership Program*

DP = *Dividend Policy*

EP*DP = Interaksi antara EP dan DP

ESOP*DP = Interaksi antara ESOP dan DP

Goodness of fit (Uji F)

Uji F digunakan untuk menguji *exercise price* dan *employee stock ownership program* secara simultan terhadap kinerja perusahaan dengan *dividend policy* sebagai variabel pemoderasi. Adapun kriteria pengambilan keputusan dalam uji statistik F (Ghozali,2016:96)

- Bila nilai signifikan uji F > 0,05 maka *exercise price* dan *employee stock ownership program* diterima yang berarti model penelitian tidak layak untuk diuji.
- Bila nilai signifikan uji F ≤ 0,05 *exercise price* dan *employee stock ownership program* ditolak yang berarti model penelitian layak untuk diuji.

Uji Hipotesis

Uji t (t-test) digunakan untuk menguji ada atau tidaknya pengaruh signifikan variabel independen secara individu dengan variabel dependen. Jika angka signifikansi uji t lebih kecil dari tingkat signifikansi (α)5% maka H0 ditolak dan Ha diterima.

Koefisien determinasi (R²)

Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi model dependen. Nilai koefisien determinasi yang mendeteksi satu berarti variabel-variabel independennya menjelaskan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Langkah ini dilakukan untuk

mengetahui dan menguji apakah model analisis yang digunakan sudah cukup layak dan juga mengetahui seberapa besar kontribusi variabel *independent* terhadap variabel *dependent*.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk memberi informasi mengenai variabel-variabel penelitian seperti *exercise price*, *employee stock ownership program*, kinerja perusahaan (ROE), dan *devidend policy*. Tabel 1 menggambarkan deskripsi variabel-variabel secara statistik dalam penelitian.

Tabel 1
Analisis Statistik Deskriptif

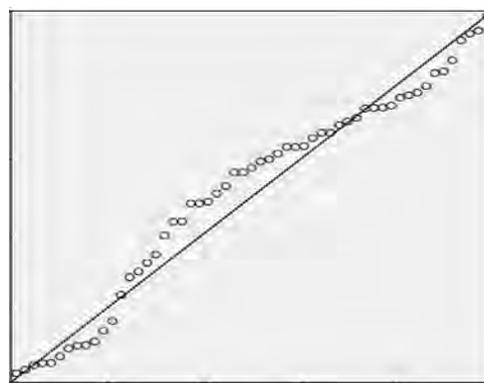
	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
<i>EP</i>	55	4.61	8.46	6.7133	0.91339
<i>ESOP</i>	55	0	0.03	0.012	0.00701
<i>ROE</i>	55	0	24.16	11.6151	6.47158
<i>DP</i>	55	-31.35	197.35	28.2199	38.8434
<i>EPDP</i>	55	-166.39	1519.19	197.95	291.236
<i>ESOPDP</i>	55	-0.19	2.96	0.3043	0.5413
<i>Valid N</i> <i>(listwise)</i>	55				

Sumber : Data sekunder diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 1 diketahui bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini adalah 55 data.

1. *Exercise price* memiliki nilai minimum 4,61, nilai maksimum 8,46, nilai *mean* 6,7133, dan nilai standar deviasi sebesar 0,91339.
2. *ESOP* memiliki nilai minimum 0,00, nilai maksimum 0,03, nilai *mean* 0,0120, dan nilai standar deviasi sebesar 0,00701.
3. *Devidend policy* memiliki nilai minimum -31,35, nilai maksimum 197,35, nilai *mean* 28,2199, dan nilai standar deviasi sebesar 38,84339.
4. *ROE* memiliki nilai minimum 0,00, nilai maksimum 24,16, nilai *mean* 11,6151, dan nilai standar deviasi sebesar 6,47158
5. Interaksi antara *EP*DP* memiliki nilai minimum -166,39, nilai maksimum 1519,19, nilai *mean* 197,9502, dan nilai standar deviasi sebesar 291,23638.
6. Interaksi antara *ESOP*DP* memiliki nilai minimum -0,19, nilai maksimum 2,96, nilai *mean* 0,3043, dan nilai standar deviasi sebesar 0,54130.

Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas



Sumber: Data sekunder diolah, 2017

Gambar 2
Uji Normalitas

Gambar grafik normal P-Plot menunjukkan bahwa pola data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga syarat uji normalitas dalam penelitian ini telah terpenuhi.

Tabel 2
Kolmogrov-Smirnov
One Sample Kolmogrov Smirnov

		<i>Standardized Residual</i>
N		55
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	0
	<i>Std. Deviation</i>	0.95257934
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	0.117
	<i>Positive</i>	0.08
	<i>Negative</i>	-0.117
<i>Test Statistic</i>		0.117
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.435 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber: Data sekunder diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 2 uji non parametrik dengan *kolmogrov smirnov* maka dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi normal dengan tingkat signifikansi diatas 0,05 yaitu sebesar 0,435.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas sebelum moderasi.

Tabel 3
Uji multikolinearitas

<i>Model</i>	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>Collinearity Statistics</i>	
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
	(Constant)	2.552	6.501		
	EP	1.094	0.965	0.154	0.981 1.019
1	ESOP	142.87	125.643	0.155	0.981 1.019

a. Dependent Variable: ROE

Sumber : Data sekunder diolah, 2018

Hasil uji multikolinearitas pada Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* lebih dari 0,1 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) tidak melebihi 10. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas sebelum dilakukan moderasi.

Uji Multikolinearitas setelah moderasi

Tabel 4
Uji multikolinearitas

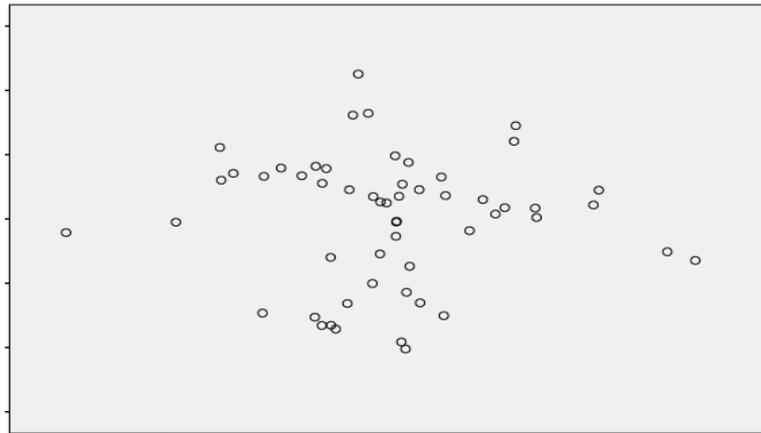
<i>Model</i>	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>Collinearity Statistics</i>	
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
	(Constant)	-5.45	7.705		
	EP	2.523	1.251	0.356	0.523 1.91
	ESOP	-77.491	182.833	-0.084	0.416 2.406
	DP	0.544	0.249	3.263	0.007 137.245
	EP*DP	-0.094	0.041	-4.223	0.005 212.148
1	ESOP*DP	14.122	7.02	1.181	0.047 21.125

a. *Dependent Variable: ROE*

Sumber : Data sekunder diolah, 2018

Hasil uji multikolinearitas pada Tabel 4 menunjukkan bahwa terdapat dua variabel yang memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10 yaitu *exercise price* dan ESOP, sedangkan variabel *devidend policy* (DP) memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,1 atau 0,007 dan nilai VIF sebesar 137,245, interaksi EP*DP memiliki nilai *tolerance* 0,005 dan nilai VIF sebesar 212,148, interaksi ESOP*DP memiliki nilai *tolerance* 0,047 dan nilai VIF sebesar 21,125. Maka dapat disimpulkan bahwa terjadi multikolinearitas setelah dimoderasi karena antara variabel *devidend policy* yang digunakan sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini memiliki korelasi yang tinggi dengan variabel *return on equity*. multikolinearitas dapat terjadi dikarenakan adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel independen (Ghozali, 2016: 103).

Uji Heteroskedastisitas



Sumber : Data sekunder diolah, 2018

Gambar 3

Uji heteroskedastisitas

Berdasarkan gambar 3 diketahui bahwa tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Untuk menguji variabel - variabel yang diteliti, apakah terjadi autokorelasi atau tidak, dapat digunakan uji Durbin Watson.

Tabel 5
Uji autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.448 ^a	0.20	0.119	6.07509	1.482

a. Predictors: (Constant), ESOPDP, ESOP, EP, DP, EPDP

b. Dependent Variable: ROE

Sumber : Data sekunder diolah,2018

Hasil uji autokorelasi pada Tabel 5 menunjukkan nilai DW sebesar 1,368. Apabila D-Wα Durbin-Watson (D-W), dengan tingkat kepercayaan terletak antara -2 sampai +2 maka tidak terjadi autokorelasi. Nilai DW 1,482 terletak antara -2 dan +2, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi

Analisis Persamaan Regresi Linear Berganda

Tabel 6
Analisis Regresi Linear Berganda

Model	Unstandardized		Standardized	t	Sig.
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-5.45	7.705		-0.707	0.483
EP	2.523	1.251	0.356	2.016	0.049
ESOP	-77.491	182.833	-0.084	-0.424	0.674
DP	0.544	0.249	3.263	2.18	0.034
EP*DP	-0.094	0.041	-4.223	-2.27	0.028
ESOP*DP	14.122	7.02	1.181	2.012	0.05

a. Dependent variable : ROE

Sumber : Data sekunder diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 6, maka ditentukan model persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{ROE} = -5,450 + 2,523\text{EP} - 77,491\text{ESOP} + 0,544\text{DP} - 0,094\text{EP*DP} + 14,122\text{ESOP*DP} + e$$

Dari persamaan regresi yang terdapat pada uji regresi linear berganda maka peneliti dapat menjelaskan dan menguraikannya yaitu sebagai berikut :

1. Konstanta α
Besarnya constanta menunjukkan intersip garis dengan ROE, apabila EP, ESOP, DP, EP*DP, ESOP*DP = 0. Maka hal ini dapat menunjukkan bahwa besarnya suatu variabel independen yang digunakan dalam model penelitian sebesar constant tersebut. Dari tabel 9 menunjukkan besar nilai konstanta yaitu sebesar -5,450 yang berarti bahwa apabila variabel bebas yang terdiri *exercise price, employee stock ownership program, dividend policy* = 0 maka ROE = -5,450.
2. Koefisien Regresi *exercise price*
Besarnya nilai β_1 adalah 2,523 menunjukkan arah hubungan *exercise price* positif (searah) terhadap *return on equity* artinya jika *exercise price* naik maka *Return On Equity* juga akan naik.
3. Koefisien Regresi *Employee Stock Ownership Program*
Besarnya β_2 adalah sebesar -77.491 menunjukkan arah hubungan *employee stock ownership program* negatif (tidak searah) terhadap *return on equity*. Artinya jika *employee stock ownership program* naik maka *return on equity* akan turun.
4. Koefisien Regresi *dividend policy*
Besarnya β_3 adalah sebesar 0.544 menunjukkan arah hubungan positif antara *dividend policy* dengan *return on equity*. Hal ini mengindikasikan bahwa jika variabel *dividend policy* meningkat maka akan diikuti dengan kenaikan *return on equity*.
5. Koefisien Regresi Interaksi *exercise price* dengan *dividend policy*
Besarnya β_4 adalah sebesar -0,094 menunjukkan arah hubungan negatif (tidak searah) artinya *exercise price* turun maka *return on equity* akan naik dengan moderasi *dividend policy*.
6. Koefisien Regresi Interaksi *employee stock ownership program* dengan *dividend policy*.

Besarnya nilai β_5 adalah 14.122 menunjukkan arah hubungan positif (searah) antara *employee stock ownership program* dan *return on equity* dengan *devidend policy* sebagai variabel moderasi

Analisis Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi model dependen

Tabel 7
Uji koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.448 ^a	0.2	0.119	6.07509	1.482

a. Predictors: (Constant), ESOPDP, ESOP, EP, DP, EPDP

b. Dependent Variable: ROE

Sumber: Data sekunder diolah, 2018

Koefisien determinasi (R²) digunakan untuk mengetahui ketepatan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen dalam suatu persamaan regresi. Berdasarkan Tabel 7, nilai *Adjusted R²* adalah 0,200 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 20%. Hal ini berarti 20% kinerja perusahaan dipengaruhi oleh variabel *exercise price* dan *employee stock ownership program* dan *devidend policy* sebagai variabel moderating. Sisanya 80 % dipengaruhi oleh variabel lain diluar variabel dalam penelitian ini.

Uji goodness of fit (Uji F)

Uji kelayakan model dalam penelitian ini menggunakan uji *goodness of fit* (Uji F). Uji *goodness of fit* digunakan untuk mengetahui kelayakan model, apakah permodelan yang dibangun memenuhi kriteria *fit* atau tidak. Uji F digunakan untuk menguji *exercise price* dan *employee stock ownership program* secara simultan terhadap kinerja perusahaan dengan *devidend policy* sebagai variabel pemoderasi. Model regresi dikatakan fit apabila tingkat signifikan lebih kecil dari 0,05. Hasil *goodness of fit* disajikan dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 8
Uji Goodness of Fit

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	453.164	5	90.633	2.456	.046 ^b
Residual	1808.427	49	36.907		
1 Total	2261.591	54			

a. Dependent Variable: ROE

Sumber : Data sekunder diolah, 2018

Tabel 8 menunjukkan bahwa nilai f hitung sebesar 2,456 dengan tingkat signifikan sebesar 0,046 lebih kecil dari α 0,05 atau 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa permodelan yang dibangun yaitu pengaruh *exercise price* dan *employee stock ownership program* terhadap kinerja perusahaan dengan *devidend policy* sebagai variabel moderating memenuhi kriteria *fit*.

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Uji t digunakan untuk memenuhi apakah variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen dengan melihat tingkat signifikansi sebesar 5%. Jika angka signifikan uji t lebih kecil dari tingkat signifikansi (α) 5% maka H0 ditolak dan H1 diterima.

Dibawah ini adalah hasil pengujian tabel t:

Tabel 9
Hasil uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-5.45	7.705		-0.707	0.483
EP	2.523	1.251	0.356	2.016	0.049
ESOP	-77.491	182.833	-0.084	-0.424	0.674
DP	0.544	0.249	3.263	2.18	0.034
EP*DP	-0.094	0.041	-4.223	-2.27	0.028
1 ESOP*DP	14.122	7.02	1.181	2.012	0.05

a. Dependent Variable: ROE

Sumber : Data sekunder diolah, 2018

Berdasarkan hasil Tabel 9 maka dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. *Exercise price* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,049 atau lebih kecil dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 ditolak yang berarti mendukung hipotesis (H_1), artinya *exercise price* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
2. *Employee stock ownership program* memiliki nilai signifikan 0,674 yang menunjukkan bahwa nilai signifikan lebih besar dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 diterima yang berarti tidak mendukung hipotesis (H_2), artinya *employee stock ownership program* berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.
3. $Ep*DP$ memiliki nilai signifikan sebesar 0,028 dan nilai signifikan lebih kecil dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 diterima yang berarti tidak mendukung hipotesis (H_3), artinya *dividend policy* memoderasi negatif signifikan pengaruh *exercise price* terhadap kinerja perusahaan.
4. $Esop*DP$ memiliki nilai signifikan sebesar 0,050 dan nilai signifikan tidak lebih dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 ditolak yang berarti mendukung hipotesis (H_4), artinya *dividend policy* memoderasi positif signifikan pengaruh *employee stock ownership program* terhadap kinerja perusahaan.

Pembahasan

Pengaruh *Exercise Price* Terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan hasil perhitungan Tabel 9 dapat disimpulkan bahwa hasil perhitungan menunjukkan t hitung sebesar 2,016 dengan nilai signifikansi sebesar 0,049 dan nilai signifikan lebih kecil dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 ditolak yang berarti mendukung hipotesis (H_1), artinya *exercise price* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Hasil temuan empiris ini menunjukkan bahwa *exercise price* yang telah ditetapkan oleh perusahaan mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan akan meningkat pada tahun dilakukannya hibah opsi. Hal ini dikarenakan *exercise price* yang umumnya lebih rendah dari harga pasar saham perusahaan, sehingga bagi karyawan *exercise price* menjadi motivator yang lebih dibandingkan bonus kas. Semakin rendah *exercise price* yang ditetapkan oleh perusahaan akan memotivasi karyawan untuk mengikuti program hibah opsi saham, sehingga karyawan juga akan termotivasi untuk lebih meningkatkan kinerjanya. Semakin tinggi kinerja karyawan akan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kameswari dan Astika (2014) dan Kartikasari (2015) bahwa *exercise price* berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung Ayu *et al* (2014) dan

Budiman (2017) yang menyatakan bahwa *exercise price* tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan.

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan hasil perhitungan Tabel 9 dapat disimpulkan bahwa hasil perhitungan menunjukkan t hitung sebesar -424 dengan nilai signifikan 0,674 yang menunjukkan bahwa nilai signifikan lebih besar dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 diterima yang berarti tidak mendukung hipotesis (H_2), artinya *employee stock ownership program* berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil temuan empiris ini menunjukkan bahwa adanya program kepemilikan saham oleh karyawan atau *employee stock ownership program* yang ditetapkan oleh perusahaan tidak selalu mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan akan meningkat ditahun pemberian hibah opsi saham Hal ini disebabkan karena pemberian hibah opsi saham kepada karyawan memiliki dampak positif dan negatif secara bersamaan. Melalui *employee stock ownership program* perusahaan dapat membuat karyawan memberikan loyalitasnya terhadap perusahaan akan tetapi pada saat yang bersamaan ada biaya yang harus di bayar dalam pelaksanaan ESOP sehingga mengurangi laba perusahaan. Bagi investor *employee stock ownership program* dianggap sebagai program yang kurang menguntungkan karena dengan adanya esop maka laba yang diterima pemegang saham akan berkurang, hal ini dikarenakan jumlah saham yang beredar semakin bertambah. Beberapa hal tersebut menyebabkan pengumuman pelaksanaan esop tidak dianggap sebagai sinyal dan informasi yang positif oleh investor (Hartono dan Wibowo,2014:89).

Menurut Bapepam (2002:24) Faktor lain yang mempengaruhi program *employee stock ownership program* adalah karena kompleksitasnya, program ini dapat sulit dimengerti oleh karyawan. Oleh karena itu, kurangnya sosialisasi yang diberikan oleh perusahaan akan berdampak pada kurangnya minat karyawan sebab, karyawan yang tidak begitu familiar dengan dunia saham akan menganggap program ini sebagai program yang biasa, karena kurangnya pengetahuan dan pemahaman karyawan mengenai *employee stock ownership program*. sehingga hal ini menjadi salah satu hambatan dalam pelaksanaan program opsi saham karyawan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Isbanah (2015) dan Santioso *et al* (2017) yang menyatakan bahwa *employee stock ownership program* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan proksi ROE. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan Dewi dan Hatane (2015) menyatakan bahwa *employee stock ownership program* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Exercise Price* Terhadap Kinerja Perusahaan yang dimoderasi oleh *Devidend Policy*.

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa interaksi *devidend policy* dan *exercise price* terhadap kinerja perusahaan menghasilkan t hitung sebesar -2,270 dengan nilai signifikan sebesar 0,028 dan nilai signifikan lebih kecil dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 ditolak yang berarti mendukung hipotesis (H_3), artinya *devidend policy* memoderasi negatif signifikan pengaruh *exercise price* terhadap kinerja perusahaan.

Hasil temuan empiris ini menunjukkan bahwa semakin rendah *exercise price* yang ditetapkan oleh perusahaan dalam melaksanakan *employee stock ownership program* membuat karyawan lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya agar dapat mengikuti program opsi saham karyawan. Akan tetapi, semakin banyak karyawan yang mengikuti program opsi saham mengindikasikan bahwa karyawan juga ikut memiliki saham perusahaan sehingga berdampak pada kebijakan deviden (*devidend policy*) karena semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka akan semakin bertambah pula deviden yang harus dibagikan kepada investor sesuai dengan proporsi opsi saham yang dimiliki oleh karyawan.

Sehingga perusahaan tidak dapat mengalokasikan laba perusahaan untuk biaya operasional perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Khan *et al* (2016) yang menyatakan bahwa *devidend policy* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hubungan negatif ini diartikan bahwa ketika perusahaan membayar deviden, maka akan mempengaruhi besarnya laba ditahan sehingga mengurangi pendapatan internal.

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* Terhadap Kinerja Perusahaan yang dimoderasi oleh *Devidend Policy*.

Berdasarkan hasil pengujian dapat diketahui bahwa interaksi *devidend policy* dan *employee stock ownership program* terhadap kinerja perusahaan menunjukkan hasil perhitungan t hitung adalah sebesar 2,012 dengan nilai signifikan sebesar 0,050 dan nilai signifikan tidak lebih dari 0,05 ($\alpha=0,05$) maka H_0 ditolak yang berarti mendukung hipotesis (H_4), artinya *devidend policy* memoderasi positif signifikan pengaruh *employee stock ownership program* terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian empiris ini menunjukkan bahwa dengan adanya program opsi saham karyawan atau *employee stock ownership program* dalam perusahaan maka kepemilikan saham oleh manajemen akan meningkat karena banyaknya karyawan yang mengikuti program *employee stock ownership program*. Hal ini akan berdampak pada peningkatan produktifitas dan kinerja karyawan dalam memaksimalkan laba perusahaan. Laba perusahaan yang tinggi merupakan salah satu indikator yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam membagikan deviden. Semakin besar deviden yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pujiharjanto dan Sukendro (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan deviden berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian tersebut diperkuat oleh Thafani dan Abdullah (2014) serta Kawshala dan Tharathna (2017) bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dapat diambil kesimpulan sebagai berikut : (1) *exercise price* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan semakin rendah *exercise price* yang ditetapkan oleh perusahaan akan memotivasi karyawan untuk mengikuti program hibah opsi saham, sehingga karyawan juga akan termotivasi untuk lebih meningkatkan kinerjanya maka akan berdampak pada peningkatan produktifitas serta kinerja perusahaan. (2) *employee stock ownership program* berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan Karyawan yang tidak begitu familiar dengan dunia saham akan menganggap program ini sebagai program yang biasa, sehingga hal ini menjadi salah satu hambatan dalam pelaksanaan program opsi saham karyawan. (3) *devidend policy* memoderasi negatif signifikan pengaruh *exercise price* terhadap kinerja perusahaan . semakin rendah *exercise price* yang ditetapkan oleh perusahaan dalam melaksanakan esop membuat karyawan lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sehingga berdampak pula terhadap kinerja perusahaan dengan diikuti peningkatan laba perusahaan, dan berdampak pula pada besarnya deviden yang harus dibagikan. (4) *devidend policy* memoderasi positif signifikan pengaruh *employee stock ownership program* terhadap kinerja perusahaan . adanya program opsi saham karyawan dalam perusahaan menyebabkan kepemilikan saham oleh manajemen akan meningkat. Hal ini akan berdampak pada peningkatan produktifitas dan kinerja karyawan dalam memaksimalkan laba perusahaan sehingga menjadi pertimbangan

perusahaan dalam membagikan deviden. Semakin besar deviden yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula.

Keterbatasan

Beberapa keterbatasan yang mempengaruhi hasil penelitian ini dan perlu menjadi bahan pertimbangan pada penelitian selanjutnya, antara lain: (1) penelitian ini terjadi gejala multikolinearitas pada uji asumsi klasik setelah moderasi.(2) Penelitian ini hanya menggunakan data laporan keuangan dengan periode pengamatan yang singkat yaitu selama 5 tahun. (3) Sampel yang diambil hanya menggunakan kriteria pengadopsian *employee stock ownership program*

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan simpulan yang telah diambil, maka saran-saran yang dapat diajukan yang berkaitan dengan penelitian ini adalah sebagai berikut :

(1) Diharapkan penelitian selanjutnya menggunakan pengamatan waktu yang lebih panjang untuk menguji pengaruh *employee stock ownership program* terhadap kinerja perusahaan agar mendapatkan hasil penelitian yang dapat mendukung penelitian sebelumnya.(2) Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menggunakan variabel moderasi lain seperti modal kerja, kepemilikan independen atau kepemilikan institusional, dsb untuk mendapatkan lebih banyak hasil penelitian yang signifikan.(3) Bagi para investor, sebaiknya tidak hanya menggunakan *employee stock ownership program* sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi di suatu perusahaan, melainkan melakukan analisis fundamental secara seksama.(4) Bagi perusahaan, disarankan untuk memberikan sosialisasi kepada para karyawan untuk memperdalam pemahaman mengenai ESOP sehingga dapat berdampak positif bagi perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aminati, R. 2016. Pengaruh Kebijakan Deviden, Hutang, Corporate Governance, Terhadap Kinerja Perusahaan Customer Goods. *Jurnal ilmu dan Riset Manajemen*, 5(8) : 1- 19.
- Andriani, J. 2012. Pengaruh struktur modal dan kebijakan deviden terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan manufaktur konsumsi. *skripsi*. Program Studi Akutansi .Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Arumsari, Y., A. Djumahir, dan S. Aisjah. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Kebijakan Deviden Terhadap Kinerja Keuangan dan Biaya Agensi.(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Wawasan Manajemen*. 2(2): 171-187.
- Asri, M. 2013. *Keuangan Keperilakuan*. edisi pertama. BPFE-YOGYAKARTA. Yogyakarta.
- Astika, I.B.P. 2012. Harga Referensi dan Return Ekspektasian melalui program Opsi Saham Karyawan. *Finance and Banking journal*. 14(1):89-99.
- Astika, I.B.P dan N.M.W. Menawati. 2017. Pengaruh Rentabilitas dan Likuiditas Pada Jumlah Opsi Saham dan Dampaknya Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 18(3):1915-1942.
- Ayu , P.C., I.M.S. Suardikha, dan I.B.P. Astika. 2014. Pengaruh proporsi opsi dan harga eksekusi pada return saham dalam pelaksanaan ESOP di indonesia. *E-jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*. 3(5):245-256.
- Asyik, N.F. 2010. Dampak Struktur Modal pada Sensitivitas Penerapan Kompensasi Opsi Saham Karyawan terhadap Kinerja. *Ekuitas*, 14(1): 1- 21.
- Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). 2002. Studi tentang Penerapan ESOP Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. Departemen Keuangan Republik Indonesia. Jakarta.

- Budiman, A. 2017. Pengaruh Harga Eksekusi dan ESOP Terhadap Kinerja Perusahaan dengan Moderasi Kepemilikan Manajerial. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 6(7): 1-17
- Dewi, Y.T dan S.E. Hatane. 2015. Peranan Employee Stock Ownership Plan dalam Pengaruh Value Added Intellectual Capital Terhadap Financial Performance. *Business Accounting Review*. 3(1):478-488.
- Firmansyah, S. R.2014. Pengaruh kebijakan Employee Stock Ownership Program(ESOP) pada Kinerja Keuangan Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*.Program Studi Manajemen. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas. Surabaya.
- Ghozali, I.2016.*Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 23*.Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hartono, A. dan A.J. Wibowo. 2014. Pengaruh Employee Stock Ownership Program Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Bursa Efek Indonesia. *Modus*. 26(1):85-91.
- Isbanah, Y. 2015. Pengaruh ESOP, Leverage, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Research in Economics and Management*. 15 (1): 28-41.
- Jensen, M dan W.H. Meckling.1976. Theory of The Firm:managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3:305-360
- Kameswari, L. P. L. A. dan I.B.P Astika. 2014. Pengaruh Jumlah Opsi Saham dan Harga Eksekusi pada Kinerja Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*.9(2):356-372
- Kartikasari, A. A. A. I. 2015. Pengaruh Harga Eksekusi dan Jumlah Opsi Saham Karyawan(ESOP) Pada Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia(BEI). *E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 11(3): 698-712.
- Kawshala, H. Dan K.P. Tharathna. 2017. The Effect of Devidend Policy on Corporate Profitability: An Empirical Study on Beverage, Food, and Tobacco Industry in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*. 7(8): 542-546.
- Khan, M.,N., B. Nadeem, F. Islam, M. Salman, H.M.I.S. Gill. 2016. Impact of Devidend Policy on Firm Performance: An Empirical Evidence From Pakistan Stock Exchange. *American journal of economic, finance, and management*.2(4): 28-34.
- Martono dan Harjito. 2014. *Manajemen Keuangan*.Erlangga. Jakarta
- Ngambi, T.,M dan O. Frederic. 2013. Employee Share Ownership and Firm Performance: Evidence From a Sample of Cameroonian Firms. *International Journal of Research In Social Science*. 2(3).
- Pujiharjanto, C.A., dan J. Sukendro. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Perusahaan di Indonesia. *Proceedings of Conference In Business, Accounting and Management (CBAM)*. 1(1): 475-484.
- Rubinstein, M. 1995. On the accounting valuation of Employee Stock Option. *Journal of Derivatives*. 3(1):8-24.
- Safitri, N. 2017. Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah mengadakan Employee Stock Ownership Program (ESOP). *Skripsi*. Program studi Manajemen. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Muhammadiyah Surakarta. Sukoharjo.
- Santioso, L., K. W Andani, F.X.K Tjakrawala, dan N. Bangun.2017. The Effect of Financial Leverage, Employee Stock Ownership Program, And Firm on Firm Performance of Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Bussines and Accounting Research Journal* 1 (2) : 82-98.
- Setiawan, N.H. 2017. Perbedaan Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Sebelum dan Sesudah Penerapan ESOP Pada Perusahaan yang Tercatat di BEI. *Skripsi*. Program Studi Manajemen.Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas Surabaya.
- Setyaningrum, A. N. 2012. Pengaruh Employee Stock Ownership Program (ESOP) terhadap Kualitas Implementasi *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan (Studi kasus

- pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*. 1(1):1-26
- Sudana, I.M. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Erlangga. Jakarta.
- Tampubolon, M. P. 2013. *Manajemen Keuangan (Finance Management)*. Mitra Wacana Media. Jakarta
- Thafani, AR.,F. dan M.A.M. Abdullah.2014. Impact of Devidend Payout on Corporate Profitability: Evident From Colombo Stock Exchange. *Advances in Economics and Business Management*. 1(1): 27-3.
- Velnamphy, T., P Nimalthasan dan K. Kalairasi. 2014. Devidend Policy and Firm Performance: Evidence from the Manufacturing Companies Listed on the Colombo Stock Exchange. *Global Journal of Management and Business Research : Administration and Management*. 14(6):63-67.