

PENGARUH HARGA EKSEKUSI DAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM* (ESOP) TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG DIMODERASI OLEH KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Nia Agustin Pratiwi
niaagustin280899@gmail.com
Wahidahwati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to find out the effect of execution price and ESOP (Employee Stock Ownership Program) on firm value, with managerial ownership as a moderating variable. Moreover, the data collection technique used purposive sampling, in which the sample was based on criteria given, i.e. go public companies which were listed on IDX during 2015-2019 and implemented ESOP during 2015-2019. Meanwhile, there were 22 companies who implemented ESOP during 2015-2019. In line with, there 50 samples of companies. Furthermore, the data analysis technique used Moderate Regression Analysis (MRA) with SPSS 25. The research result concluded that execution price did not affect firm value. On the other hand, ESOP (Employee Stock Ownership Program) had a positive effect on firm value. In contrast, managerial ownership had a negative effect on firm value. Likewise, price execution had a negative effect on firm value, which was intervened by managerial ownership. While, ESOP did not affect firm value, which was intervened by managerial ownership.

Keywords: excussion price, ESOP, firm value, managerial ownership

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh harga eksekusi dan ESOP (*Employee Stock Ownership Program*) terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh Kepemilikan Manajerial. Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Metode pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel tidak acak yang informasinya diperoleh dengan pertimbangan atau kriteria tertentu yaitu perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI selama tahun 2015-2019 dan, perusahaan *go public* yang menerapkan ESOP selama tahun 2015-2019. Terdapat 22 perusahaan yang melaksanakan program ESOP pada periode 2015-2019. Berdasarkan jumlah tersebut, diambil 50 sampel perusahaan. Teknik analisis menggunakan *Moderate Regression Analysis* (MRA) dengan menggunakan model SPSS versi 25. Hasil pengujian menunjukkan bahwa harga eksekusi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, ESOP (*Employee Stock Ownership Program*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan, harga eksekusi berpengaruh negatif pada nilai perusahaan yang dimoderasi dengan kepemilikan manajerial, dan ESOP tidak berepengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi dengan kepemilikan manajerial.

Kata Kunci: harga eksekusi, ESOP, nilai perusahaan, kepemilikan manajerial

PENDAHULUAN

Kepuasan dalam kerja merupakan harapan bagi setiap individu yang sudah bekerja. Setiap karyawan memiliki tingkat kepuasan yang berbeda sesuai dengan nilai yang dianutnya semakin banyak aspek-aspek dalam pekerjaan yang sesuai dengan keinginan dan kebutuhan karyawan maka semakin tinggi pula kepuasan yang dirasakan, demikian pula sebaliknya (Damayanti *et al.*, 2018). Perusahaan yang kurang menaruh perhatian terhadap sumber daya manusianya atau karyawannya akan di hadapkan pada beberapa permasalahan seperti penurunan prestasi kerja karyawan, pelaksanaan kerja yang kurang

efektif sampai pada permasalahan pemberian kompensasi yang tidak sesuai dengan harapan karyawan (Damayanti *et al.*, 2018).

Tujuan utama perusahaan yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang mana perusahaan menginginkan kemakmuran bagi karyawan dan pemilik perusahaan atau pemegang saham (Manurung, 2018). Suatu hal yang berperan penting dalam mencapai tujuan perusahaan tersebut adalah kinerja keuangan (Sari dan Wahidahwati, 2018). Kinerja keuangan menunjukkan hasil dari kinerja atau kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan sumber daya yang ada untuk kegiatan operasional perusahaan tersebut.

Fenomena perkembangan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) menjadi salah satu cara mendapatkan loyalitas karyawan. Program yang pada dasarnya membagikan porsi kepemilikan perusahaan, berbentuk saham, kepada karyawan. Manajemen harus cermat dalam melakukan penyaringan terhadap siapa saja karyawan yang memungkinkan untuk mengikuti program ESOP, agar tepat sasaran menumbuhkan rasa kepemilikan yang berdampak pada peningkatan performa perusahaan (<https://dailysocial.id>, 2020).

Wikrami dan Astika (2016) menyatakan bahwa harga eksekusi merupakan harga yang memiliki potensi keuntungan dijadikan sebagai pedoman dasar untuk membandingkan dengan harga pasar di tahun berikutnya, sehingga karyawan yang sudah menerima ESOP secara otomatis mereka merasa sudah memiliki saham perusahaan dan akan berusaha meningkatkan harga pasar saham dengan cara meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan tempat mereka bekerja. Semakin rendah harga yang ditentukan pada saat hibah opsi saham, maka akan semakin tinggi minat karyawan untuk mengikuti program ESOP (Kartikasari dan Astika, 2015).

Pemilik perusahaan mengharapkan manajemen melakukan yang terbaik untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang pada akhirnya akan meningkatkan kemakmuran dan kesejahteraan pemegang saham. *Agency theory* menyatakan berbeda, pihak manajemen bisa saja bertindak mengutamakan kepentingan dirinya sendiri (Jensen dan Meckling, 1976). Isbanah (2015), menyatakan bahwa salah satu upaya yang efektif untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham adalah dengan menerapkan salah satu program yaitu *Employee Stock Ownership Program* (ESOP). ESOP merupakan program kepemilikan saham oleh karyawan yang memiliki tujuan agar karyawan dapat secara langsung meningkatkan profitabilitas melalui produktifitas yang optimal oleh tenaga kerja karena karyawan merasa ikut memiliki perusahaan, sehingga nantinya hal tersebut dapat mempengaruhi peningkatan pada nilai perusahaan (Isbanah, 2015). Salah satu bentuk insentif yang dapat diberikan oleh perusahaan kepada karyawannya adalah dengan memberikan kesempatan kepada karyawannya untuk memiliki beberapa bagian saham yang dimiliki perusahaan melalui ESOP (Aribawa, 2016).

Hubungan ESOP dengan nilai perusahaan dapat dijelaskan melalui teori keagenan. Teori keagenan menyatakan adanya biaya keagenan karena pemegang saham mempercayakan perusahaan kepada manajer untuk mengelola jaringan perusahaan sehingga dapat memaksimalkan keuntungan (Budiman dan Wahidahwati, 2017). Salah satu alternatif untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Dengan cara ini, manajer akan mendapatkan keuntungan langsung dari keputusan yang mereka buat. Kepemilikan ini akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dipaparkan diatas, maka peneliti dapat membuat rumusan masalah sebagai berikut: (1) Apakah harga eksekusi berpengaruh terhadap nilai perusahaan?, (2) Apakah *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) berpengaruh terhadap nilai perusahaan?, (3) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?, (4) Apakah harga eksekusi berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh kepemilikan manajerial?, (5) Apakah *Employee Stock*

Ownership Program (ESOP) berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh kepemilikan manajerial?.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Keagenan

Teori keagenan (*agency theory*) adalah adanya konflik kepentingan yang ditimbulkan ketika pemilik perusahaan menunjuk manajer untuk diberi kekuasaan membuat keputusan dan pemilik perusahaan tidak percaya secara penuh kepada para manajer atau pengelola karena pemilik perusahaan menganggap para manajer akan mempunyai kepentingan atau tujuan pribadi untuk menguasai perusahaan (Sari dan Wahidahwati, 2018). Program ESOP atau program kepemilikan saham oleh karyawan ini diharapkan dapat meminimumkan adanya *agency cost* untuk kesuksesan pencapaian peningkatan kinerja keuangan perusahaan (Budiman dan Wahidahwati, 2017).

Harga Eksekusi

Harga yang akan ditetapkan pada seratus persen harga pasar wajar saham pada tanggal pemberian opsi disebut harga eksekusi. Harga eksekusi ditentukan pada awal pengadopsian program tersebut (Kameswari dan Astika, 2014). Rencana tersebut diimplementasikan untuk memberi penghargaan kepada karyawan atas kinerja jangka panjang terhadap perusahaan. Pemberian hak opsi untuk membeli saham perusahaan dalam jumlah yang telah ditentukan dan harga pelaksanaan dapat memotivasi karyawan untuk bekerja lebih baik lagi (Budiman dan Wahidahwati, 2017). Pemberian opsi saham perusahaan dengan harga pelaksanaan yang biasanya lebih rendah dari harga pasar saham lebih termotivasi daripada bonus kas. Pemilik hak opsi saham baru bisa membeli saham entitasnya pada tahap eksekusi dengan harga yang sudah ditetapkan di muka atau pada saat pengumuman. Apabila harga saham perusahaan naik dalam waktu setahun setelah pemberian hibah, maka karyawan dapat memperoleh manfaat karena membeli saham tersebut dengan harga di bawah harga pasar.

Employee Stock Ownership Program (ESOP)

ESOP merupakan program manajemen sumber daya manusia berupa kepemilikan saham kepada karyawan untuk dapat memiliki saham di perusahaannya (Sari dan Wahidahwati, 2018). Program ini dapat menimbulkan rasa memiliki (*sense of belonging*), sehingga karyawan yang memperoleh saham karena adanya penerapan ESOP akan termotivasi untuk memajukan perusahaan tempatnya bekerja (Nevianty, 2015). ESOP merupakan sarana untuk memberikan penghargaan kepada karyawan sehingga hubungan hukum antara perusahaan dan karyawan tidak hanya terbatas pada hubungan tenaga kerja-manajemen, tetapi karyawan juga menjadi pemilik perusahaan (Maranthika, 2017). Tujuan yang mendasari perusahaan menerapkan ESOP (Nevianty, 2015). Pertama, untuk memberikan penghargaan kepada karyawan. Kedua, mengkoordinasikan kepentingan misi semua pihak, sehingga mengurangi konflik kepentingan antara investor atau pemilik dan manajemen. Ketiga, menumbuhkan komitmen serta motivasi karyawan dalam meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan. Keempat, penerapan ESOP diharapkan dapat menarik (*attract*) dan mempertahankan (*retain*), serta memotivasi (*motivate*) kepada karyawan kunci perusahaan untuk meningkatkan nilai pemegang saham. Kelima, ESOP merupakan sarana perencanaan sumber daya manusia yang dapat mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan dalam jangka panjang.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan pandangan investor terhadap perusahaan, biasanya terkait dengan harga saham. Menurut Sari (2015) harga saham tersebut atas permintaan dan

penawaran investor, sehingga harga saham bisa dijadikan proksi sebagai nilai perusahaan. Harga saham adalah harga pada saat diperdagangkan di pasar modal. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperdagangkan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan. Sari (2015) Semakin tinggi harga sahamnya maka semakin tinggi pula nilai perusahaannya. Karyawan perusahaan merupakan salah satu kunci keberhasilan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Nuryaman (2015) menyatakan bahwa cara meningkatkan nilai perusahaan melalui penciptaan kinerja keuangan perusahaan yang baik, investor akan memberikan nilai yang tinggi kepada perusahaan yang mampu menunjukkan kinerja keuangan yang baik.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah saham-saham yang dimiliki oleh pihak manajemen seperti dewan direksi dan dewan komisaris (Rahmatia, 2015). Kepemilikan manajerial dapat mengurangi biaya agensi untuk mengkoordinasikan kepentingan manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). *Employee stock ownership program* merupakan salah satu bentuk kepemilikan manajerial yang dapat dilakukan oleh perusahaan. Hal ini dikarenakan karyawan pada perusahaan yang telah mengadopsi ESOP tidak lagi bertindak sebagai karyawan tetapi juga sebagai pemilik atau investor (Suffah, 2016). Kepemilikan manajerial dianggap sebagai alat untuk menyatukan kepentingan manajemen dengan pemilik perusahaan dan juga dapat berfungsi sebagai mekanisme GCG untuk mengurangi tindakan manajer dalam memanipulasi laba (Rahayu dan Sari, 2018).

Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai harga eksekusi dan ESOP terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh kepemilikan manajerial, penelitian-penelitian yang pernah dilakukan untuk dapat dijadikan referensi peneliti dalam melakukan penelitian ini.

Sunarsih dan Dewi (2018) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Penerapan *Employee Stock Option Plan* (ESOP) pada Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini adalah ESOP berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013-2016.

Mardiantari dan Astika (2015) melakukan penelitian dengan judul Kinerja Keuangan Perusahaan di Sekitar Peristiwa Pengumuman ESOP dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah penerapan ESOP di suatu perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, sehingga mempengaruhi nilai perusahaan pelaksana.

Aribawa (2016) melakukan penelitian dengan judul Analisis Nilai Perusahaan Pada Implementasi Program Kepemilikan Saham Pada Karyawan atau Manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tahun implementasi pra dan pasca ESOP secara signifikan berbeda pada EVA.

Hutnaleontina dan Suputra (2016) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Penerapan *Employee Stock Option Plan* Pada Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa proporsi jumlah saham yang dihibahkan kepada karyawan tidak berpengaruh langsung pada nilai perusahaan.

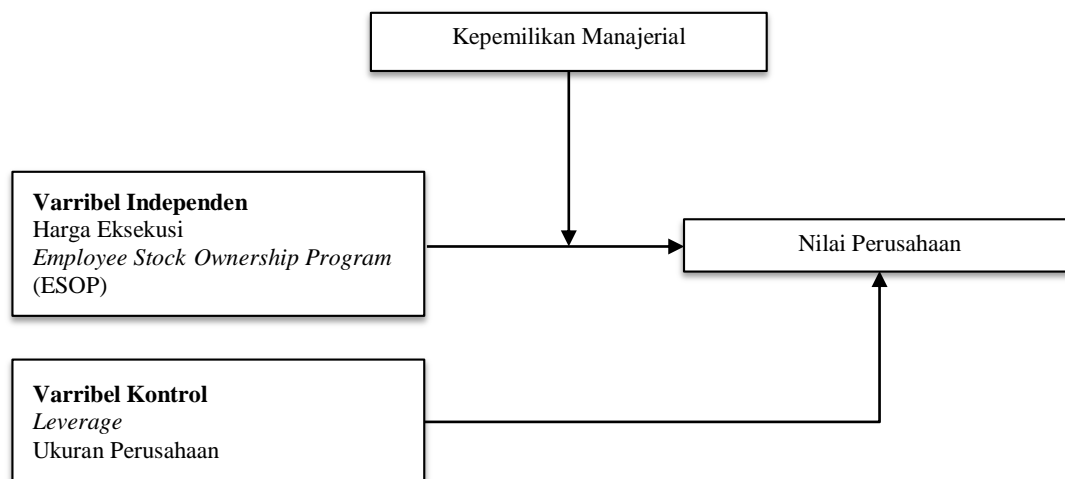
Ratnaningsih (2019) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan dengan struktur modal dan manajemen laba merupakan variabel moderasi. Hasil menunjukkan bahwa ESOP berpengaruh positif untuk kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

Budiman dan Wahidahwati (2017) dengan judul Pengaruh Harga Eksekusi dan ESOP Terhadap Kinerja Perusahaan yang Dimoderasi oleh Kepemilikan Manajerial. Hasil

penelitian yang dilakukan menyatakan bahwa ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang berpengaruh juga pada nilai perusahaan. Serta harga eksekusi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, maka tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Rerangka Konseptual

Berdasarkan tinjauan teoritis diatas penulis dapat menggambarkan bagan rerangka konseptual seperti yang terdapat pada gambar berikut :



Gambar 1
Rerangka Konseptual

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Harga Eksekusi Terhadap Nilai Perusahaan

Bagi karyawan harga eksekusi dapat memberikan insentif untuk meningkatkan kinerja karyawan yang berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan (Kartikasari dan Astika, 2015). Apabila kinerja perusahaan meningkat maka akan berdampak positif pada nilai perusahaan. Harga eksekusi yang rendah menarik minat karyawan untuk mengikuti program ESOP, karyawan akan semakin termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya apabila harga eksekusi yang ditetapkan perusahaan rendah, begitu juga sebaliknya apabila harga eksekusi yang ditetapkan perusahaan tinggi maka keinginan karyawan untuk mengikuti program ESOP akan semakin berkurang. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Jadi apabila harga eksekusinya rendah akan berpengaruh pada nilai perusahaan, yang menyebabkan penurunan pada nilai perusahaan.

Menurut penelitian Budiman dan Wahidahwati (2017) menyatakan bahwa harga eksekusi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang mana apabila harga eksekusi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan maka tidak berpengaruh juga terhadap nilai perusahaan. Sedangkan menurut Kameswari dan Astika (2014), Kartikasari dan Astika (2015), dan Rahmawati (2019) menyatakan bahwa harga eksekusi terbukti berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Menurut Ayu *et al.*, (2014) harga eksekusi berpengaruh pada *return* saham. Apabila *return* saham yang semakin tinggi berpengaruh kepada (*discretionary accrual* yang rendah) akan direspon positif oleh pihak ke tiga (Rahayu dan Sari, 2018). Dengan demikian dapat disimpulkan apabila *return* saham tinggi maka nilai perusahaan akan semakin tinggi. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Harga eksekusi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) Terhadap Nilai Perusahaan

Program ini dapat menimbulkan rasa memiliki (*sense of belonging*), sehingga karyawan yang memperoleh saham karena adanya penerapan ESOP akan termotivasi untuk memajukan perusahaan tempatnya bekerja (Nevianty, 2015). Mardiantari dan Astika (2015) menyatakan bahwa penerapan ESOP dalam perusahaan dapat membuat kinerja keuangan perusahaan menjadi baik sehingga berdampak terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian dari Aribawa (2016), dan Hutnaleontina dan Suputra (2016) sebelum dan sesudah penerapan ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan Mardiantari dan Astika (2015), Sunarsih dan Dewi (2018), Rumain *et al.*, (2019), dan Rantaningsih (2019) menyatakan bahwa *employee stock ownership program* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Employee stock ownership program* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Terjadinya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan prinsipal memungkinkan adanya biaya transaksi yang tinggi bagi prinsipal. Diasumsikan bahwa memasukkan manajemen sebagai pemilik saham perusahaan dapat mengurangi *agency cost* karena pihak manajemen ikut menanggung resiko akan nilai perusahaan (Budianto dan Payamta, 2014). Penurunan nilai perusahaan disebabkan oleh perilaku oportunistik pemegang saham manajemen. Dibandingkan dengan pertumbuhan investasi perusahaan, kepemilikan manajer berharap memperoleh pendapatan yang tinggi, sehingga apabila kepemilikan manajer lebih tinggi maka pasar akan cenderung bereaksi negatif sehingga terjadi penurunan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan meningkatnya kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh direksi maka keputusan yang diambil oleh direksi akan lebih menguntungkan dirinya sendiri, dan akan merugikan perusahaan secara keseluruhan, sehingga kemungkinan nilai perusahaan akan cenderung mengalami penurunan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Budianto dan Payamta (2014), dan Rinahaq dan Widyawati (2020) menyatakan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Diperkuat dengan hasil penelitian Rahma (2014) dan Octavia (2017) kepemilikan berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Namun berbeda dengan hasil penelitian menurut Warapsari dan Suaryana (2016) yang menyatakan kepemilikan manajemen tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Berdasar penjelasan di atas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₃: kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Harga Eksekusi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderating

Harga eksekusi yang ditetapkan oleh perusahaan akan menjadi perhatian karyawan, karena tinggi rendahnya harga eksekusi berpengaruh pada keuntungan yang mereka terima. Tinggi rendahnya harga eksekusi yang diberikan oleh perusahaan mempengaruhi saham yang di eksekusi oleh karyawan, semakin tinggi harga eksekusi yang di tetapkan maka karyawan akan menunda untuk melakukan eksekusi dan begitu juga sebaliknya (Kartikasari dan Astika, 2015). Apabila kepemilikan manajer terlalu tinggi akan berdampak negatif pada perusahaan, misalnya manajer akan mengambil sikap oportunistik karena merasa memiliki posisi yang tinggi dan kuat untuk mengendalikan perusahaan yang akan mempersulit pemegang saham untuk mengontrol perilaku manajer (Budianto dan Payamta, 2014).

Hasil penelitian yang dilakukan Syafitri *et al.*, (2018) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian kameswari dan astika (2014),

dan kartikasari dan astika (2015) menyatakan bahwa harga eksekusi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh GCG. Namun berbeda dengan hasil penelitian menurut Budianto dan Payamta (2014), Alfinur (2016), dan Rinahq dan Widyawati (2020) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Diperkuat dengan hasil penelitian Wikrami dan Astika (2016), dan Budiman dan Wahidahwati (2017) menyatakan bahwa bahwa kepemilikan manajerial memoderasi negatif pengaruh harga eksekusi pada nilai perusahaan. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄: Harga eksekusi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial.

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderating

ESOP merupakan mekanisme dalam GCG salah satunya kepemilikan manajerial yang dapat dilakukan oleh perusahaan (Wikrami dan Astika, 2016). Selain meningkatkan rasa memiliki kepada karyawan, ESOP juga diharapkan mampu menjadikan karyawan dapat menyampaikan informasi yang lebih memadai. Semakin tinggi kepemilikan saham direksi atau komisaris, maka mereka akan berupaya meningkatkan nilai perusahaan dan mengurangi risiko keuangan dengan cara menjaga tingkat utang dan menaikkan laba bersih (Budianto Payamta, 2014). Namun bisa juga jika kepemilikan manajer terlalu tinggi akan berdampak negatif pada perusahaan, misalnya manajer akan melakukan tindakan oportunistik karena dianggap mempunyai posisi yang tinggi dan kuat untuk mengendalikan perusahaan, situasi ini dapat memberikan pemegang saham kesulitan dalam mengendalikan perilaku (Budianto Payamta, 2014).

Hasil penelitian yang dilakuakna Dharmala dan Wirawati (2019) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan sesudah penerapan ESOP tidak lebih baik daripada sebelum penerapan ESOP. Sedangkan menurut Hutnaleontina dan Suputra (2016), Aribawa (2016), Sunarsih dan Dewi (2018), serta Manurung (2018) *Employee stock ownership program* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅: *Employee stock ownership program* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan melakukan pengujian hipotesis. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2015–2019. Pengujian hipotesis menggunakan perhitungan sistematis dengan menggunakan rumus statistik untuk menguji hubungan antar variabel yang akan diteliti dan akan menghasilkan kesimpulan dengan tujuan untuk dapat membuktikan hipotesis.

Teknik Pengambilan Sampel

Sampel dalam suatu penelitian perlu ditetapkan dengan tujuan agar penelitian yang dilakukan benar-benar mendapat data sesuai dengan harapan. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah tahun 2015–2019. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel tidak acak yang informasinya diperoleh dengan pertimbangan atau kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria yang telah ditentukan adalah sebagai berikut : (1) Perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2015–2019, (2) Perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang

menerapkan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) tahun 2015–2019. Kriteria-kriteria yang sudah ditetapkan diperoleh sampel sebanyak 50 perusahaan, dengan 22 perusahaan yang menerapkan ESOP.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang penulis lakukan dalam penelitian ini, peneliti menggunakan jenis data dokumenter. Data dokumenter adalah jenis data penelitian berupa arsip yang memuat apa dan kapan suatu kejadian atau transaksi serta siapa yang terlibat dalam suatu kejadian. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder, data yang informasinya diperoleh secara tidak langsung atau melalui media perantara. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari sumber Bursa Efek Indonesia (BEI) berupa laporan tahunan perusahaan pada tahun 2015-2019.

Variabel Dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Independen

Variabel independen (bebas) adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen atau variabel terikat. Dalam penelitian ini, variabel independen yang digunakan adalah harga eksekusi dan ESOP.

Harga Eksekusi

Harga eksekusi adalah harga yang akan ditetapkan pada seratus persen harga pasar wajar saham pada tanggal pemberian opsi. Harga eksekusi mengacu pada penelitian (Budiman dan Wahidahwati, 2017), yaitu:

Harga Eksekusi = Ln Harga Eksekusi

Employee Stock Ownership Program

Proporsi opsi saham pada penelitian ini mengacu pada penelitian (Budiman dan Wahidahwati, 2017), yaitu:

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

Variabel Dependen

Variabel dependen (terikat) adalah tipe variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen (bebas). Dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan yaitu nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diprosikan dengan *Price to Book Value* (PBV). Menurut Kumalasari dan Riduwan (2018) perhitungan PBV dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Price to Book Value (PBV)} = \frac{\text{Harga Saham Per Lembar}}{\text{Nilai Buku Saham Per Lembar}}$$

Dimana Nilai Buku per Lembar Saham dapat dihitung:

$$\text{Nilai Buku per Lembar Saham} = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Jumlah Lembar Saham}}$$

Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dipertahankan oleh peneliti selama percobaan. Variabel kontrol (konstan) bukan bagian dari eksperimen (bukan variabel independen atau

dependen), tetapi penting karena dapat berpengaruh pada hasil. Meskipun variabel kontrol tidak diukur, variabel ini dapat memiliki pengaruh yang signifikan terhadap hasil percobaan. Dalam penelitian ini peneliti menggunakan *leverage* dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

Leverage

Rasio ini digunakan untuk mengukur besarnya prosentase dana yang didapatkan dari pinjaman atau hutang, dimana hutang tersebut merupakan hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek. Analisis *leverage* ini diproksikan dengan menggunakan rumus *Debt Ratio* yang mengacu pada penelitian Isbanah (2015), yaitu:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan identitas dari suatu perusahaan tersebut termasuk dalam perusahaan besar atau perusahaan kecil. Perusahaan yang termasuk dalam ukuran besar maka mempunyai kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar, jika perusahaan memperoleh keuntungan yang besar, maka hal tersebut dapat mempengaruhi pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan tersebut. Formulasi ukuran perusahaan dalam penelitian ini mengacu pada penelitian Sari dan Wahidahwati (2018) ukuran perusahaan dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Ukuran perusahaan (Size)} = \text{Ln of Total Assets}$$

Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah variabel yang dapat memperkuat hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Dalam penelitian ini menggunakan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial Dalam penelitian ini adalah persentase total saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dibagi dengan jumlah saham yang beredar (Mayangsari, 2018). Kepemilikan Manajerial dapat dihitung dengan cara:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\sum \text{saham manajemen}}{\sum \text{saham yang beredar}} \times 100\%$$

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda yang digunakan untuk menganalisis seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Analisis regresi linear berganda merupakan analisis mengenai beberapa variabel independen dengan satu variabel dependen. Model analisis linier berganda adalah model analisis yang mengukur hubungan antara variabel independen dan variabel dependen (Ghozali, 2018: 95). Peneliti juga menggunakan teknik analisis regresi moderasi bertujuan untuk menguji apakah variabel moderating dapat memperlemah atau memperkuat hubungan antara variabel independen dan dependen (Ghozali, 2018: 221). Model pada penelitian ini dapat dilihat sebagai berikut:

Model 1

Model regresi yang dikembangkan untuk menguji hipotesis model 1 yang telah dirumuskan dalam penelitian ini adalah:

$$PBV = \alpha + \beta_1 HE + \beta_2 ESOP + \beta_3 LV + \beta_4 SIZE + \beta_5 KM + e$$

Model 2

Pada penelitian ini analisis regresi model 2 digunakan untuk menguji harga eksekusi dan ESOP terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi dengan kepemilikan manajerial serta terdapat variabel kontrol yang terdiri dari leverage dan ukuran perusahaan. Adapun model persamaan yang dirumuskan sebagai berikut:

$$PBV = \alpha + \beta_1 HE + \beta_2 ESOP + \beta_3 LV + \beta_4 SIZE + \beta_5 KM + \beta_6 HE*KM + \beta_7 ESOP*KM + e$$

Keterangan:

α	: Konstanta
β	: Koefisien Regresi dari Masing-Masing Variabel Independen
e	: Standart Error
HE	: Harga Eksekusi
ESOP	: <i>Employee Stock Ownership Program</i>
LV	: <i>Leverage</i>
SIZE	: Ukuran Perusahaan
KM	: Kepemilikan Manajerial
HE*KM	: Interaksi Antara HE dan KM
ESOP*KM	: Interaksi Antara ESOP dan KM

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif pada penelitian ini digunakan untuk menganalisis data kuantitatif yang diolah menurut perhitungan dengan cara mendeskripsikan data.

Tabel 1
Hasil Analisis Statistik deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
HE	50	3.9318	8.5202	6.7111	1.1091
ESOP	50	.0397	2.9696	1.0132	.7598
LV	50	.1933	.9193	.6408	.2051
SIZE	50	27.9386	32.7774	30.4482	1.1553
NP	50	.0390	11.0506	1.8165	1.9731
KM	50	.0000	9.4771	1.6844	2.5591
HE*KM	50	.0000	66.3300	13.8875	18.4849
ESOP*KM	50	.0000	16.2700	1.7300	3.00261
Valid N (listwise)	50				

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa jumlah pengamatan yang diteliti sebanyak 50 pengamatan, merupakan jumlah sampel dari semua perusahaan yang menerapkan ESOP terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2019. Hasil perolehan dari analisis deskriptif yang ditunjukkan pada tabel 1 masing-masing perolehan variabelnya sebagai berikut: (1) Variabel independen harga eksekusi, nilai minimum sebesar 3,9318, nilai maximum sebesar 8,5202, dan mean sebesar 6,7111, (2) Variabel independen ESOP, nilai minimum sebesar 0,0397, nilai maximum sebesar 2,9696, dan mean sebesar 1,0132, (3) Variabel kontrol *leverage*, nilai minimum sebesar 0,1933, nilai maximum sebesar 0,9193, dan mean sebesar 0,6408, (4) Variabel kontrol ukuran perusahaan nilai minimum sebesar 27,9386, nilai maximum sebesar 32,7774, mean sebesar 30,4482, dan standar deviasi sebesar 1,1553, (5) Variabel dependen nilai perusahaan, nilai minimum sebesar 0,0390, nilai

maximum sebesar 11,0506, mean sebesar 1,8166, dan standar deviasi sebesar 1,9731, (6) Variabel moderasi kepemilikan manajerial nilai minimum sebesar 0,0000, nilai maximum sebesar 9,4771, mean sebesar 1,6844, dan standar deviasi sebesar 2,5591.

Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas

Uji normalitas memiliki tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, penyebaran variabel-variabel tersebut berdistribusi normal atau tidak. Cara mengetahui variabel berdistribusi normal atau tidak dapat dilihat dari uji normalitas *komogorov smirnov test* dan grafik *normal probability plot*.

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

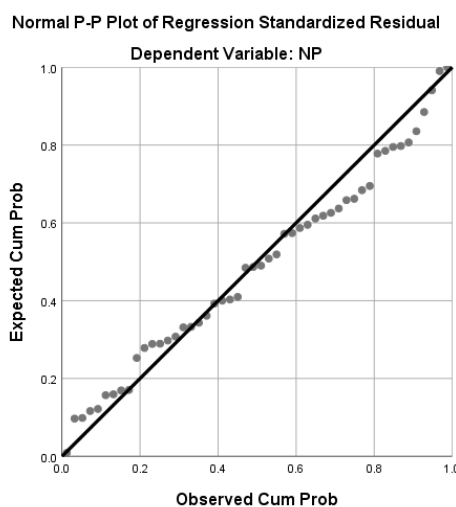
		Unstandardized Residual
N		50
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.09057662
Most Extreme Differences	Absolute	.100
	Positive	.100
	Negative	-.099
Test Statistic		.100
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.
- d. This is a lower bound of the true significance.

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat hasil uji normalitas menggunakan Kolmogorov-Smirnov Test nilai *asymp sig (2-tailed)* sebesar 0,200 > 0,05 maka hal ini sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan, jadi dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal dan dapat digunakan pada penelitian.

Uji normalitas kedua menggunakan pendekatan grafik *normal probability plot*. Menurut ghozali (2018), apabila data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka model grafik memenuhi asumsi normalitas atau berdistribusi normal.



Gambar 2
Grafik Normal p-plot
Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Gambar 2 grafik *normal probability plot* dapat dilihat bahwa titik menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi dengan normal dan model regresi layak digunakan karena memenuhi asumsi normalitas.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dalam penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi mengalami ada atau tidaknyakorelasi antar variabel bebas (independen). Kriteria untuk menunjukkan adanya multikolinieritas apabila nilai tolerance $\leq 0,10$ sedangkan nilai VIF ≥ 10 . Berikut hasil uji multikolinieritas yang sudah dilakukan peneliti dapat dilihat pada Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinieritas
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	Tolerance	VIF
1 (Constant)	29.600	5.920			
HE	.344	.194	.238	.847	1.181
ESOP	.611	.292	.302	.731	1.369
LV	.743	1.097	.102	.669	1.494
SIZE	-.979	.195	-.771	.645	1.550
KM	-.233	.078	-.420	.767	1.303

a. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 3 hasil uji multikolinieritas dapat dilihat nilai tolerance $\geq 0,10$ pada masing-masing variabel yang berarti tidak terjadi korelasi. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan bahwa tidak terjadi korelasi antar variabel yang memiliki nilai VIF lebih dari 1 dan kurang dari 10. Maka dapat disimpulkan bahwa terbebas dari multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Menguji heteroskedastisitas menggunakan metode uji glejser yaitu apabila nilai signifikan $> 0,05$ maka data dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas atau terbebas dari heteroskedastisitas (Ghozali, 2018:138). Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan metode uji glejser dapat dilihat pada Tabel 4 sebagai berikut:

Tabel 4
Hasil Uji Glejser
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 (Constant)	12.019	3.586		3.352	.002
HE	-.006	.118	-.008	-.048	.962
ESOP	-.189	.177	-.185	-1.071	.291
LV	.246	.664	.067	.371	.713
SIZE	-.362	.118	-.565	-3.073	.104
KM	-.074	.047	-.263	-1.557	.128

a. Dependent Variable: ABRESID_1

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 4 hasil uji glejser dapat dilihat semua variabel memiliki nilai signifikan $> 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa data tidak terjadi heterokedastisitas atau terbebas dari heterokedaastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi memiliki tujuan untuk menguji apakah dalam regresi linier terdapat korelasi. Pada penelitian ini menggunakan uji *Durbin-Watson* (DW test), yang memiliki kriteria nilai $dU < DW < 4 - dU$ berarti tidak ada autokorelasi (Ghozali, 2018:112). Berikut hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.685 ^a	.470	.394	1.1658755	1.992

a. Predictors: (Constant), HE, ESOP, LV, SIZE, KM,

b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 5 hasil uji autokorelasi dapat dilihat nilai DW sebesar 1,992. Jumlah $K = 5$ dan $n = 50$ diperoleh nilai DU sebesar 1,771 dan nilai $4 - DU$ sebesar 2,229. Oleh karena itu dengan menggunakan rumus $DU < DW < 4 - DU$ didapatkan hasil $1,771 < 1,992 < 2,229$. Maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

Analisis Regresi Linier Berganda

Model analisis linier berganda adalah model analisis yang mengukur hubungan antara variabel independen dan variabel dependen (Ghozali, 2018). Berikut hasil analisis regresi linier berganda dapat dilihat pada Tabel 6 sebagai berikut:

Tabel 6
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda - Model 1
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	29.600	5.920			5.000	.000
HE	.344	.194	.238		1.775	.085
ESOP	.611	.292	.302		2.094	.044
LV	.743	1.097	.102		.677	.503
SIZE	-.979	.195	-.771		-5.027	.000
KM	-.233	.078	-.420		-2.985	.005

a. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 6 model analisis regresi linier berganda dapat dituliskan sebagai berikut:

$$PBV = 29,600 + 0,344HE + 0,611ESOP + 0,743LV - 0,979 SIZE - 0,233KM + e$$

Pengujian Hipotesis

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Uji koefisien determinasi (R²) ini digunakan untuk mengetahui seberapa baik kemampuan model dalam menerangkan variasi dari variabel independen (Ghozali, 2018: 97). Jika nilai R² semakin mendekati nilai satu berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen semakin baik (Ghozali, 2018: 98). Sedangkan jika nilai R² mendekati angka 0 berarti variabel independen memberikan informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen dengan sangat terbatas. Berikut hasil uji koefisien determinasi model 1 dapat dilihat pada Tabel 7 sebagai berikut:

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²) - Model 1
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.685 ^a	.470	.394	1.1658755

a. Predictors: (Constant), HE, ESOP, LV, SIZE, KM,

b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 7 hasil uji koefisien determinasi dapat dilihat bahwa besarnya nilai R² sebesar 0,470. Hal tersebut menunjukkan bahwa sebanyak 47 % serta sisanya adalah sebesar (100% - 47% = 53 %) dapat dijelaskan variabel lain diluar persamaan.

Goodness Of Fit Test (Uji F)

Uji *goodness of fit* (uji F) merupakan uji yang memiliki tujuan untuk menunjukkan apakah variabel independen secara keseluruhan mempengaruhi variabel dependen (Ghozali, 2018: 98). Apabila $F < 0,05$ maka model tersebut layak untuk di uji lebih lanjut Berikut ini disajikan hasil uji *goodness of fit test* (uji F) model 1 dapat dilihat pada Tabel 8 sebagai berikut:

Tabel 8
Hasil Uji Goodness Of Fit Test (Uji F) - Model 1
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	42.111	5	8.422	6.196	.000 ^b
	Residual	47.574	44	1.359		
	Total	89.685	49			

a. Dependent Variable: NP

b. Predictors: (Constant), HE, ESOP, LV, SIZE, KM,

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 8 hasil uji *goodness of fit test* (Uji F) model 1 dapat dilihat nilai F hitung sebesar 6,196 dengan tingkat signifikansi 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka model regresi ini layak dan dapat memenuhi kriteria uji F.

Uji Statistik t

Uji statistik t yang digunakan untuk mengetahui adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya adalah uji t. Berdasarkan Tabel 6 hasil uji statistik t dapat dijelaskan secara parsial. Nilai t hitung variabel harga eksekusi sebesar 1,775 dengan nilai signifikansi sebesar 0,085 dan nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 maka H₀ diterima dan hal tersebut berarti tidak mendukung hipotesis (H₁), yang artinya harga eksekusi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai t hitung variabel *Employee Stock Ownership Program* sebesar 2,094 dengan nilai signifikansi sebesar 0,044 dan nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H₀ ditolak dan hal tersebut berarti mendukung hipotesis (H₂), yang artinya *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai t hitung variabel Kepemilikan Manajerial sebesar -2,985 dengan nilai signifikansi sebesar 0,005 dan nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H₀ ditolak dan hal tersebut berarti mendukung hipotesis (H₃), yang artinya kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Analisis Regresi Moderasi

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh harga eksekusi dan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) terhadap nilai perusahaan dengan Kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi.

Tabel 9
Hasil Analisis Regresi Moderasi - Model 2
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	35.460	6.025			5.886	.000
HE	1.031	.312	.711		3.310	.002
ESOP	.766	.312	.379		2.458	.019
LV	2.387	1.233	.328		1.936	.061
SIZE	-1.355	.234	-1.066		-5.798	.000
KM	1.759	.740	3.162		2.377	.023
HE*KM	-.284	.105	-3.500		-2.704	.011
ESOP*KM	-.084	.107	-.168		-.787	.437

Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 9 hasil analisis regresi moderasi dapat dituliskan sebagai berikut:

$$PBV = 35,460 + 1,031HE + 0,766 ESOP + 2,387LV - 1,355 SIZE + 1,759 KM - 0,284 HE*KM - 0,084 ESOP*KM + e$$

Pengujian Hipotesis

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Hasil perhitungan koefisien determinasi pada Tabel 10 sebagai berikut:

Tabel 10
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²) - Model 2
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.752 ^a	.566	.474	1.0859896

a. Predictors: (Constant), HE, ESOP, LV, SIZE, KM, HE*KM, ESOP*KM

b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 10 hasil uji koefisien determinasi dapat dilihat bahwa besarnya nilai adjusted R² sebesar 0,566. Hal tersebut menunjukkan bahwa sebanyak 56,6% serta sisanya adalah sebesar (100% - 56,6% = 43,4%) dapat dijelaskan variabel lain diluar persamaan.

Goodness Of Fit Test (Uji F)

Hasil perhitungan (Uji F) model 2 pada tabel 11 sebagai berikut:

Tabel 11
Hasil Uji Goodness Of Fit Test (Uji F) - Model 2
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	50.766	7	7.252	6.149	.000 ^b
Residual	38.919	42	1.179		
Total	89.685	49			

a. Dependent Variable: NP

b. Predictors: (Constant), HE, ESOP, LV, SIZE, KM, HE*KM, ESOP*KM

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 11 hasil uji *goodness of fit test* (Uji F) dapat dilihat nilai F hitung sebesar 6,149 dengan tingkat signifikan 0,000. Karena nilai signifikan lebih kecil dari 0,05 maka, model regresi ini dapat digunakan sebagai pemrediksi nilai perusahaan atau dapat dikatakan HE, ESOP, LV, SIZE, KM, HE*KM, dan ESOP*KM secara bersama berpengaruh pada nilai perusahaan (NP).

Hasil Uji Statistik t

Berdasarkan Tabel 9 hasil uji statistik t model 2 digunakan untuk menjawab (H_4) dan (H_5) dijelaskan sebagai berikut. Peran KM sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi harga eksekusi terhadap nilai perusahaan. Nilai t hitung HE*KM sebesar -2,704 dengan nilai signifikansi sebesar 0,011 dan nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak dan hal tersebut berarti mendukung hipotesis (H_4), yang artinya harga eksekusi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh KM. Peran KM sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi ESOP terhadap nilai perusahaan. Nilai t hitung ESOP*KM sebesar -0,787 dengan nilai signifikansi sebesar 0,437 dan nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima dan hal tersebut berarti tidak mendukung hipotesis (H_5), yang artinya *Employee stock ownership program* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh KM.

Pembahasan

Pengaruh Harga Eksekusi Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pengujian dari hasil uji statistik t hitung variabel harga eksekusi sebesar 1,775 dengan nilai signifikansi sebesar 0,085 dan nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima dan hal tersebut berarti tidak mendukung hipotesis (H_1), yang artinya harga eksekusi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis deskriptif dengan nilai rata-rata harga eksekusi sebesar 6,7111. Pada penelitian ini meningkat atau menurunnya harga eksekusi tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Harga eksekusi yang ditetapkan oleh perusahaan tidak selalu mengindikasikan bahwa nilai perusahaan juga akan meningkat ditahun setelah dilakukan hibah opsi saham. Sebab, jika harga saham jauh lebih rendah daripada harga kesepakatan, opsi tersebut tidak akan memberikan insentif bagi karyawan untuk mendapatkan keuntungan (Budiman dan Wahidahwati, 2017). Harga saham yang cenderung fluktuatif (naik-turun) dan kondisi perusahaan yang tidak selalu dalam keadaan yang diharapkan membuat harga eksekusi tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Serta keadaan seperti faktor sosial, politik, ekonomi dan keamanan di Indonesia yang tidak menentu menyebabkan kurangnya keyakinan karyawan setelah melakukan ESOP, karena ada kekhawatiran dari karyawan jika harga saham dibawah harga eksekusi mereka tidak mendapatkan keuntungan.

Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ayu *et al.*, (2014) dan Budiman dan Wahidahwati (2017). Namun berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan penelitian yang dilakukan oleh Kameswari dan Astika (2014), Kartikasari dan Astika (2015), dan Rahmawati (2019) menyatakan bahwa harga eksekusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pengujian dari hasil uji statistik t hitung variabel *Employee Stock Ownership Program* sebesar 2,094 dengan nilai signifikansi sebesar 0,044 dan nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak dan hal tersebut berarti mendukung hipotesis (H_2), yang artinya *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hal ini sejalan dengan teori keagenan (*agency theory*) dikarenakan timbulnya masalah biaya keagenan (*agency cost*) antara karyawan atau manajemen dengan pemilik perusahaan sering muncul di perusahaan yang memiliki sebaran pemegang saham yang tinggi di dalamnya. ESOP sebagai sarana untuk mengurangi masalah keagenan ini akan lebih efektif untuk mengatasi masalah tersebut. Program ini dapat menimbulkan rasa memiliki (*sense of belonging*), sehingga karyawan yang memperoleh saham dengan adanya penerapan ESOP akan termotivasi untuk memajukan perusahaan tempatnya bekerja (Nevianty, 2015). Semakin tinggi ESOP maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Pada penelitian ini ESOP memiliki rata-rata 1,0132.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardiantari dan Astika (2015), Aribawa (2016), Sunarsih dan Dewi (2018), Romain *et al.*, (2019) dan Rantaningsih (2019). Namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan Qureyta (2016), dan Dharmala dan Wirawati (2019) yang menyatakan bahwa ESOP tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pengujian dari hasil uji statistik t hitung variabel kepemilikan manajerial sebesar -2,985 dengan nilai signifikansi sebesar 0,005 dan nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak dan hal tersebut berarti mendukung hipotesis (H_3), yang artinya kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Artinya semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial maka semakin menurunkan nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Price Book Value* (PBV). Seperti PT Waskita Karya (PERSERO) Tbk, perusahaan ini tidak memiliki kepemilikan manajerial dari tahun 2015-2017 (konstan). Hal ini kemungkinan yang menyebabkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial memiliki kaitan erat dengan masalah *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan cara untuk mengurangi timbulnya *agency cost* dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Menurut Rinahq dan Widyawati (2020) jumlah kepemilikan saham manajerial yang besar dianggap dapat memperbesar perilaku oportunistik manajer sehingga pasar akan bereaksi negatif yang berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Budianto dan Payamta (2014), dan Rinahq dan Widyawati (2020) menyatakan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan Rahma (2014) dan Octavia (2017) menunjukkan Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. Namun berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Warapsari dan Suaryana (2016) menunjukkan Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh Harga Eksekusi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderating

Menguji hipotesis mengenai peran KM sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi harga eksekusi terhadap nilai perusahaan. Nilai t hitung $HE \cdot KM$ sebesar -2,704 dengan nilai signifikansi sebesar 0,011 dan nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak dan hal tersebut berarti mendukung hipotesis (H_4), yang artinya harga eksekusi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial (KM).

Hasil analisis deskriptif rata-rata harga eksekusi yang dimoderasi dengan kepemilikan manajerial sebesar 13,8875. Dapat dilihat semakin tinggi kepemilikan manajerial maka dapat melemahkan harga eksekusi terhadap nilai perusahaan. kepemilikan manajer terlalu tinggi akan berdampak negatif pada perusahaan, misalnya manajer akan mengambil sikap

oportunistik karena merasa memiliki posisi yang tinggi dan kuat untuk mengendalikan perusahaan, yang mana akan mempersulit pemegang saham untuk mengontrol perilaku manajer (Budianto dan Payamta, 2014). Semakin rendah harga eksekusi maka keinginan karyawan untuk mengikuti program ESOP akan semakin bertambah. Hal ini yang menyebabkan semakin tinggi kepemilikan manajerial akan memperlemah pengaruh harga eksekusi pada nilai perusahaan.

Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan Budianto dan Payamta (2014), Alfinur (2016), dan Rinahaq dan Widyawati (2020) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Diperkuat dengan hasil penelitian Wikrami dan Astika (2016), dan Budiman dan Wahidahwati (2017) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memoderasi negatif pengaruh harga eksekusi pada nilai perusahaan. Namun berbeda dengan penelitian menurut Warapsari dan Suaryana (2016) menunjukkan Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderating

Menguji hipotesis mengenai peran KM sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi *Employee stock ownership program* terhadap nilai perusahaan. Nilai t hitung ESOP*KM sebesar -0,787 dengan nilai signifikansi sebesar 0,437 dan nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima dan hal tersebut berarti tidak mendukung hipotesis (H_5), yang artinya *Employee stock ownership program* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial (KM).

Pada analisis deskriptif rata-rata ESOP dimoderasi dengan kepemilikan manajerial sebesar 1,7300. Hasil dari penelitian ini mengungkapkan bahwa semakin besar atau kecil pengaruh ESOP yang dimoderasi kepemilikan manajerial tidak membuat nilai perusahaan meningkat. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *agency theory*, yang mana kepemilikan manajerial tidak mampu mengatasi konflik keagenan. Hal ini diduga karena besarnya proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen kecil. Membuat ESOP tidak dipandang oleh investor sebagai faktor yang mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga, ketika perusahaan mengumumkan ESOP, investor tidak menangkap sinyal pengumuman tersebut sebagai *good news* yang menyebabkan harga pasar saham perusahaan tidak meningkat akibat dari adanya pengumuman ESOP (Dharmala dan Wirawati, 2019).

Hasil penelitian ini sesuai dengan Qureyta (2016), dan Dharmala dan Wirawati (2019) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan sesudah penerapan ESOP tidak lebih baik daripada sebelum penerapan ESOP. Diperkuat dengan penelitian menurut Warapsari dan Suaryana (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Hutnaleontina dan Suputra (2016), Aribawa (2016), Sunarsih dan Dewi (2018), serta Manurung (2018) *Employee stock ownership program* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan yang dilakukan maka dapat disimpulkan sebagai berikut. Harga eksekusi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini membuktikan apabila harga saham turun secara banyak dibawah harga pelaksanaan, opsi tersebut tidak memberikan insentif keuntungan bagi karyawan. Membuat karyawan kurang motivasi setelah melakukan eksekusi opsi saham, karena harga saham cenderung fluktuatif (naik-turun).

Employee Stock Ownership Program berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini karena program ESOP dapat menimbulkan rasa memiliki (*sense of belonging*), karyawan akan termotivasi untuk memajukan perusahaan tempatnya bekerja.

Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan kepemilikan manajerial yang tinggi maka akan dapat berdampak buruk bagi perusahaan seperti manajer yang akan melakukan tindakan oportunistik karena merasa memiliki kedudukan tinggi dan kuat untuk mengendalikan serta mengatur perusahaan, mengakibatkan terjadinya penurunan nilai perusahaan karena para pemegang saham kesulitan untuk mengendalikan manajer.

Harga eksekusi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial. Semakin tinggi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen kemungkinan mereka akan melakukan tindakan yang menyimpang dan merugikan perusahaan karena mereka merasa memiliki kedudukan tinggi dan kuat.

Employee stock ownership program tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh kepemilikan manajerial. Hal ini tidak mendukung teori *agency* yang mengungkapkan bahwa adanya program ESOP dalam perusahaan maka kepemilikan saham oleh manajemen akan meningkat.

Saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah dipaparkan diatas, maka saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya antara lain: (1) Bagi perusahaan, diharapkan dapat memberikan saran kepada pemerintah Republik Indonesia agar dapat membuat peraturan yang mengikat mengenai tata cara pelaksanaan ESOP, sehingga nantinya banyak perusahaan-perusahaan di Indonesia yang dapat menerapkan program tersebut dan dapat merasakan manfaat dari program ESOP ini; (2) Bagi Investor, dalam mempertimbangkan keputusan untuk berinvestasi sebaiknya melihat sinyal dari pengumuman ESOP ini sebagai *good news* karena dengan adanya program ESOP, investor mendapat gambaran bahwa prospek perusahaan tersebut kedepannya akan baik; (3) Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan dapat memperpanjang periode waktu yang digunakan dalam penelitian karena hal ini kemungkinan akan mempengaruhi hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Alfinur. 2016. Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance (GCG) Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Listing di BEI. *Jurnal Ekonomi Modernisasi* 12(1): 44-50.
- Aribawa, D. 2016. Analisis Nilai Perusahaan pada Implementasi Program Kepemilikan Saham Karyawan/Manajemen. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 19(3): 341-353.
- Ayu, P. C., I. M. S. Suardhika., I. dan 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.
- Budianto, W. dan Payamta. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Pendidikan* 3(1): 1-13.
- Budiman, A. dan Wahidahwati. 2017. Pengaruh Harga Eksekusi dan ESOP Terhadap Kinerja Perusahaan dengan Moderasi Kepemilikan Manajerial. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 6 (7): 1-17.
- Daily social id. 2020. *Program Kepemilikan Saham Perusahaan di Kalangan startup*. 2 Agustus. Halaman 1. Jakarta.
- Damayanti, R., A. Hanafi, dan A. Cahyadi. 2018. Pengaruh Kepuasan Kerja Terhadap Kinerja Karyawan (Studi Kasus Karyawan Non Medis RS Islam Siti Khadijah Palembang). *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Terapan* 15(2): 75-86.

- Dharmala, N. W. D. dan N. G. P. Wirawati. 2019. Pengaruh Pemberian Employee Stock Option Plan (ESOP) pada Kinerja Perusahaan dan Implikasinya Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 26(3): 1796-1825.
- Ghozali, I. 2018. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25. Edisi 9. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hutnaleontina, P. N. dan I. D. G. D. Suputra. 2016. Pengaruh Penerapan Employee Stock Option Plan pada Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 5(6): 1757-1784.
- Isbanah, Y. 2015. Pengaruh ESOP, Leverage, and Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen* 15(1): 28-41.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial Economics* 13(1): 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., dan I. B.P. Astika. 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.
- Kumalasari, D. dan A. Riduwan. 2018. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 7(1): 1-20.
- Manurung, E. T. 2018. Meningkatkan Komitmen Karyawan Melalui Employee Stock Ownership Program Untuk Meningkatkan Kesejahteraan Karyawan. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer* 10(2): 49-57.
- Maranthika, J. 2017. Perbandingan Penerapan ESOP pada Kinerja Keuangan Perusahaan. *E-Journal of Finance Economics Universitas Negeri Surabaya* 6(1): 1-23.
- Mardiantari, N. P. E., dan I. B. P. Astika. 2015. Kinerja Keuangan Perusahaan di Sekitar Peristiwa Pengumuman ESOP dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana* 13(2): 532-548.
- Mayangsari, J. 2018. Pengaruh Leverage Terhadap Manajemen Laba dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 7(7): 1-21.
- Nevianty, S. 2015. Tinjauan Yuridis Kepemilikan Saham Perusahaan Terbuka oleh Karyawan (Studi Kasus PT AKR Corporindo Tbk). *Tesis*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Nuryaman. 2015. The Influence of Intellectual Capital on The Firm's Value with The Financial Performance as Intervening Variable. *Procedia social and behavioural sciences*. 17-18 September. *Universitas Widyatama Bandung*: 292-298.
- Octavia, S. M. 2017. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Insitutional terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada perusahaan Manufaktur di BEI tahun 2009-2015). *Tesis*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas. Surabaya.
- Qureyta, H. D. 2016. Pengaruh Kebijakan Employee Stock Ownership Program terhadap Perkembangan Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal Of Economics, Business, And Accountancy Ventura* 7(1): 1-17.
- Rahayu, M., dan B. Sari. 2018. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. *Ikraith-Humaniora* 2(2): 1-16.
- Rahma, A. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Insitutional, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis* 23(2): 45-69.

- Rahmatia, T. L. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan: Tanggung Jawab Sosial sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* 4(3): 1-15.
- Rahmawati, A. 2019. Pengaruh Employee Stock Ownersip Program dan Harga Eksekusi terhadap Kinerja Perusahaan. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Universitas Pasundan. Bandung.
- Ratnaningsih, U. 2019. Pengaruh Employee Stock Ownership Program (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal dan Manajemen Laba Sebagai Variabel Moderasi. *Tesis*. Program Magister Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yayasan Keluarga Pahlawan Negara. Yogyakarta.
- Rinahaq, dan Widyawati. 2020. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dewan Komisaris Independen, Profitabilitas dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 9(5): 1-19.
- Rumain, R. S., N. Diana, dan Junaidi. 2019. Analisis Perbedaan Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan Sebelum dan Sesudah Penerapan Employee Stock Option Plan (ESOP) Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2015-2017. *E-JRA* 9(1): 29-40.
- Sari, D. A. 2015. Pengaruh Kinerja Keuangan pada Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Good Corporate Governance sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Sari, V. F. dan Wahidahwati. 2018. Pengaruh Leverage dan ESOP terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Go Public di BEI. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 7(12): 1-16.
- Suffah, R. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen Pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(2): 1-16
- Sunarsih, N. M. dan N. P. S. Dewi. 2018 Pengaruh Penerapan Employee Stock Option Plan (ESOP) Pada Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Abdi Saraswati (JAS)* 3(2): 111-118.
- Syafitri, T., N. F. Nuzula, dan F. Nurlaily. 2018. Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* 56(1): 118-126.
- Warapsari, A. A. A. U., dan I.G.N. A. Suaryana. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Persahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai variabel Intervening. *E-jurnal Akuntansi* 16(3): 2288-2315.
- Wikrami, I. A. P., dan I. B. P. Astika. 2016. Pengaruh Manajemen Laba Pada Harga Eksekusi ESOP Dengan *Good Corporate Governance* Sebagai Variabel Moderating. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 16(1): 416-443.