

PENGARUH ESOP TERHADAP KINERJA KEUANGAN DAN KINERJA PASAR PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BEI

Elfira Pangestika Putri Maharani

elfirapangestika@gmail.com

Titik Mildawati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research examined the effect of employee stock option programs (ESOP) on financial and company market performance. Financial performance was measured by ROA and ROE. Moreover, market performance was measured by the PER and PBV. The research was quantitative. Furthermore, the data were secondary which in the form of complete companies' annual financial reports. While the population was manufacturing companies that implemented ESOP and listed on IDX. Additionally, the data collection technique used purposive sampling. In line with that, there were 21 Manufacturing companies as the sample. Meanwhile, the data were taken for 5 years (2018-2022). In total, there were 105 data collected. In addition, the data analysis technique used simple linear regression with SPSS 26. The result showed that ESOP did not affect the financial ratio (ROA and ROE). Likewise, ESOP did not affect market performance (PER and PBV). It happened because the stock number of ESOP was below average (0.0191%). It caused a decline in employees' motivation and belonging in the companies they worked for. As a consequence, the financial performance profit productivity, and firm value on company market performance could not increase.

Keywords: employee stock option program, financial performance (ROA and ROE), market performance (PER and PBV)

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *employee stock option program* (ESOP) terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan. Kinerja keuangan diukur dengan ROA dan ROE, sedangkan kinerja pasar diukur dengan PER dan PBV. Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan lengkap perusahaan. Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang menerapkan ESOP terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Di dalam penelitian ini, proses pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Berdasarkan metode *purposive sampling* diperoleh sampel berjumlah 21 perusahaan manufaktur. Data penelitian diambil selama 5 tahun, yaitu 2018-2022 sehingga diperoleh 105 data yang diolah. Metode analisis yang digunakan yaitu Regresi Linear Sederhana dengan bantuan aplikasi SPSS versi 26. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan ROA dan ROE. Selain itu ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja pasar yang diukur dengan PER dan PBV. Hal ini dikarenakan jumlah saham ESOP yang dibagikan kepada karyawan relatif rendah dengan rata-rata sekitar 0,0191% yang menyebabkan penurunan motivasi dan rasa kepemilikan karyawan di perusahaan tempat mereka bekerja, sehingga tidak mampu meningkatkan produktivitas laba pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan terhadap harga saham pada kinerja pasar perusahaan.

Kata Kunci: employee stock option program, kinerja keuangan (ROA dan ROE), kinerja pasar (PER dan PBV)

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan mempunyai tujuan utama meningkatkan kinerja perusahaan untuk kemakmuran karyawan dan para pemegang saham. Salah satu yang berperan penting untuk mencapai tujuan tersebut adalah kinerja keuangan. Kinerja keuangan merupakan tolak ukur

perusahaan dalam mencapai tujuannya yang berkaitan dengan efisiensi penggunaan modal dan efisiensi operasional perusahaan (Wulandari dan Asyik, 2022).

Kinerja keuangan menggambarkan kinerja perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan sumber daya yang tersedia untuk bisnisnya dengan menganalisis laporan keuangan. Terdapat beberapa faktor yang memengaruhi kinerja keuangan suatu perusahaan, antara lain bagaimana manajer mengambil keputusan mengenai sumber keuangan dan ukuran perusahaan (Isbanah, 2015).

Upaya perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan tidak selalu berjalan lancar, karena sejumlah faktor dapat menghambat pencapaian tujuan perusahaan, salah satunya adalah konflik kepentingan. Konflik kepentingan muncul melalui interaksi antara pemangku kepentingan (stakeholder) dengan manajer dan karyawan, serta di antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Isbanah, 2015).

Perbedaan kepentingan antara pihak-pihak dalam suatu perusahaan disebutkan dalam teori keagenan (*agency theory*). Teori keagenan adalah landasan teoritis yang mendasari praktik bisnis yang diterapkan oleh perusahaan. Teori keagenan menegaskan pada dasar hubungan kontraktual antara pemegang saham dan manajer (Wulandari dan Asyik, 2022).

Penerapan *Employee Stock Option Program* (ESOP) merupakan salah satu cara untuk mengurangi perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajemen perusahaan. *Employee Stock Option Program* (ESOP) sendiri merupakan program kepemilikan saham perusahaan dengan suatu kebijakan jangka panjang yang melibatkan tenaga kerja dalam sebuah bentuk kompensasi berbasis saham, dengan cara menjual saham atau memberikan kepada karyawan dengan jumlah terbatas, yang mana program tersebut diharapkan dapat menginspirasi kepemilikan terhadap perusahaan tempat karyawan tersebut bekerja dan mendukung peningkatan kinerja perusahaan yang kemudian akan berdampak pada nilai perusahaan. Dikatakan semakin baik nilai perusahaan, maka hal tersebut akan meningkatkan kemakmuran pemilik dan menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut (Qureyta, 2016).

Jansen dan Meckling (1976) menyatakan kepemilikan saham mempunyai dampak yang berimbang terhadap kepentingan manajemen dan pemegang saham. Selain itu, Klein (1987) menyatakan bahwa ada tiga teori yang menghubungkan ESOP dan perilaku karyawan mengenai kinerja organisasi. Pertama, keberadaan kepemilikan saham karyawan merupakan model kepuasan intrinsik. Kedua, adanya kepemilikan ini mempengaruhi keputusan yang diambil. Ketiga, pengambilan keputusan intrinsik menunjukkan bahwa karyawan dapat mengakui investasinya. Ketika harga saham naik, nilai investasi karyawan meningkat. ESOP diharapkan dapat meningkatkan kinerja karyawan yang tercermin pada informasi pelaporan keuangan perusahaan. Keberadaan ESOP dalam suatu perusahaan memiliki banyak tujuan. Salah satunya adalah memperkuat rasa memiliki karyawan (*sense of belonging*) sehingga meningkatkan produktivitas mereka dalam bekerja dan memotivasi mereka mengembangkan perusahaan tempat mereka bekerja.

Di Indonesia *Employee Stock Option Program* (ESOP) telah diatur dalam PSAK Nomor 53 tahun 1998 dan di revisi pada 1 Januari 2017 (Anggrawan, 2018). Program *Employee Stock Option Program* (ESOP) ini terus berkembang sebagai salah satu bentuk kompensasi dan insentif untuk karyawan hingga saat ini,

Penerapan kebijakan *Employee Stock Option Program* (ESOP) tersebut juga dapat memberikan keuntungan terhadap karyawan atas kesan *financial investment*. Menurut Qureyta (2016) dengan adanya *financial investment* karyawan dapat menjual saham yang telah dibeli atau diberi dikemudian hari dan akhirnya dapat meningkatkan produktivitas dan loyalitas karyawan sehingga memberikan kontribusi positif untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Hubungan ESOP dengan kinerja keuangan perusahaan dapat dilihat dari bukti empiris yang ada yaitu penelitian Gusmantri (2021) bahwa berpengaruh signifikan antara ESOP dan

kinerja keuangan perusahaan. Begitu pula dalam penelitian Nurlela *et al.*, (2021) menyatakan bahwa pelaksanaan ESOP di perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa kinerja keuangan perusahaan dapat ditingkatkan melalui *Employee Stock Option Program* (ESOP).

Selain dilihat dari segi kinerja keuangan, kinerja perusahaan juga dapat tercermin dari nilai perusahaan ukuran kinerja pasar. Evaluasi pasar yang mempertimbangkan bahwa metode ini dapat mencerminkan harapan pasar dengan membandingkan penilaian pasar perusahaan berdasarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dan nilai total aset buku perusahaan. Dalam kinerja pasar dibutuhkan teori sinyal untuk memberikan perusahaan rencana jangka panjang. Dengan adanya *Employee Stock Option Program* (ESOP) diharapkan mampu meningkatkan harga saham perusahaan dan mampu memberikan sinyal positif kepada pasar untuk membantu investor mengambil keputusan berinvestasi dengan begitu kinerja pasar perusahaan dapat meningkat. Penerapan pengukuran ini dapat mencerminkan harapan pasar dan tidak bergantung pada data historis yang diterbitkan oleh perusahaan (Rachel, 2019).

Hubungan ESOP dengan kinerja pasar perusahaan dapat dilihat dari penelitian terdahulu yang ada. Hasil penelitian yang dilakukan Sari (2019) menunjukkan bahwa ESOP berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja pasar *Price Book Value* (PBV). Hal ini membuktikan bahwa kinerja pasar perusahaan dapat ditingkatkan melalui *Employee Stock Option Program* (ESOP).

Penelitian yang sudah dilakukan oleh beberapa peneliti menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Hasil penelitian yang dilakukan Sari dan Wahidahwati (2018) yang menyatakan bahwa leverage dan ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun sebaliknya, penelitian yang dilakukan Sunarsih dan Dewi (2018) berkesimpulan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan sedangkan ESOP berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Handayani dan Yurniwati (2020) berkesimpulan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan yang diukur menggunakan ROE. Hal serupa juga ditunjukkan pada penelitian Wulandari dan Asyik (2022) berkesimpulan bahwa ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sari (2019) menunjukkan bahwa ESOP berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja pasar *Price Book Value* (PBV). Namun sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Rachel (2019) menyatakan bahwa ESOP tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan, secara bersamaan kinerja perusahaan tidak terbukti dapat menjadi *variable* mediasi yang menunjukkan hubungan pengaruh antara ESOP terhadap kinerja pasar perusahaan. Hal serupa ditunjukkan dari penelitian Qureyta (2016) menyatakan ESOP tidak dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan yang diukur menggunakan PER (*Price Earning Ratio*) dan PBV (*Price to Book Value*).

Berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa masih terdapat perbedaan hasil penelitian-penelitian tersebut. Sehingga peneliti termotivasi melakukan pengujian kembali pengaruh *employee stock option program* (ESOP) terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2018-2022. Alasan pemilihan periode 2018-2022 adalah perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode tersebut mengeluarkan laporan keuangan secara lengkap. Periode selama lima tahun diharapkan dapat memberikan data yang valid agar mendapatkan penelitian yang relevan.

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan yang akan diangkat dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah ESOP berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan?, (2) Apakah ESOP berpengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan?.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan gagasan yang menjelaskan hubungan kerja antara agen (manajer) dan prinsipal (pemilik perusahaan). Hubungan ini diatur oleh kontrak untuk melaksanakan operasi perusahaan (Meckling dan Jansen, 1976). Dalam teori keagenan, dijelaskan bahwa prinsipal mengelola suatu perusahaan atas nama pihak lain yang disebut agen, yang bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal (Handayani dan Yunirwati, 2020).

Menurut perspektif prinsipal hasil investasi yang optimal dicapai melalui tingkat keuntungan perusahaan yang tinggi dan peningkatan dividen kepada pemegang saham. Di sisi lain, agen berupaya memberikan insentif atau bonus yang signifikan atas kinerja dalam mengelola perusahaan. Prinsipal memberikan insentif kepada agen berdasarkan kinerja perusahaan yang tercermin dari tingginya profitabilitas yang dihasilkan. Oleh karena itu, agen akan berusaha semaksimal mungkin untuk meningkatkannya.

Adanya perbedaan kepentingan antara principal dan agen, seperti perbedaan tujuan dan motivasi, serta pemisahan yang terjadi juga menunjukkan adanya kondisi dimana pemegang saham tidak mendapatkan informasi akurat mengenai kinerja karyawan dan kepastian bawah karyawan berupaya bekerja maksimal untuk memaksimalkan kepentingan pemilik, hal ini dapat timbul masalah yang disebut dengan masalah keagenan (*Agency conflict*). Penyelesaian masalah keagenan ini dapat diatasi dengan meningkatkan keterlibatan manajemen dan karyawan dalam perusahaan.

Perusahaan dapat mengatasi konflik keagenan dengan menerapkan ESOP pada perusahaan. Adanya masalah keagenan menyebabkan munculnya biaya keagenan (*agency cost*). ESOP adalah tindakan efisien yang dapat diambil untuk mengatasi permasalahan keagenan, untuk mengurangi biaya yang timbul dari keagenan melalui penyelarasan kepentingan eksekutif dengan pemegang saham.

Menurut Meckling dan Jansen (1976) terdapat 3 macam *agency cost* yaitu: (1) *Cost monitoring*, dikeluarkan oleh prinsipal merupakan tindakan yang diambil oleh pemilik untuk memantau tindakan agen, seperti melakukan audit atas laporan keuangan. (2) *Cost bonding*, dikeluarkan oleh agen untuk biaya mencegah melakukan tindakan tertentu yang dapat merugikan principal. Contohnya pemrosesan pelaporan keuangan. (3) Kerugian residual, jumlah kerugian yang dialami principal karena penyimpangan perilaku, dan terlalu mahal untuk menghilangkan perilaku oportunistik.

Program kepemilikan karyawan dirancang untuk memberikan motivasi kepada karyawan untuk meningkatkan kualitas kinerjanya, karena ketika karyawan bekerja secara maksimal maka mereka merasa menjadi pemilik perusahaan, diharapkan keuntungan perusahaan akan meningkat. Oleh karena itu, program ESOP atau program partisipasi karyawan diharapkan dapat meminimalkan biaya.

Teori Sinyal (*Signal Theory*)

Teori sinyal yang dikembangkan oleh Ross (1997) menyatakan bahwa manajer perusahaan yang memiliki pemahaman mendalam terhadap situasi perusahaan yang lebih baik terdorong untuk memberikan informasi tersebut kepada calon investor dengan harapan dapat meningkatkan harga saham perusahaan. Dengan menginformasikan pada pasar mengenai situasi perusahaan yang baik maka akan lebih dipercaya oleh pasar.

Manajemen perusahaan mempunyai informasi yang lengkap mengenai laporan keuangan perusahaan. Perusahaan yang berpotensi tumbuh di masa depan membagikan informasi berita tersebut kepada investor. Teori sinyal merupakan sinyal yang dibagikan perusahaan berupa informasi yang dibutuhkan investor untuk menghitung dan menentukan perusahaan mana yang akan menjadi sasaran investasinya (Irma, 2019).

Teori sinyal berguna dalam menekankan informasi keputusan investasi. Hal ini menunjukkan pentingnya keberadaan informasi, karena memberikan catatan sejarah

perusahaan. Pangesti *et al.*, (2021) menyatakan sinyal adalah informasi perusahaan dengan membandingkan perusahaan milik sendiri dengan perusahaan lain, dengan informasi bahwa perusahaan milik sendiri jauh lebih baik.

Sinyal yang mengandung informasi buruk atau baik disampaikan kepada investor agar dapat diperhitungkan dalam mengambil keputusan saat berinvestasi. Sinyal baik yang diterima dari investor menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan baik. Perusahaan yang baik mengirimkan sinyal kepada investor dengan menerbitkan laporan keuangan secara tepat waktu dan lengkap. Hal ini tidak dapat dilakukan oleh perusahaan di bawah standar, perusahaan yang buruk mempublikasikan laporannya tidak tepat waktu dan tidak lengkap. Laporan keuangan memuat informasi yang menggambarkan keadaan perusahaan.

Teori sinyal memotivasi pemangku kepentingan dalam bentuk sinyal. Pengelolaan yang demikian mengarah pada asimetri informasi dan hanya dapat dihindari dengan memberikan sinyal yang diwujudkan melalui laporan keuangan. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dari pada perusahaan lain (Erucokro, 2019). Dengan adanya teori sinyal ini mampu memberikan sinyal positif kepada pasar yang dapat meningkatkan kinerja pasar.

Hubungan antara teori sinyal dan kinerja pasar adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor dengan memberikan informasi masa depan kepada calon investor. Perkembangan pasar yang baik dapat menjadi sinyal positif, dan sebaliknya perkembangan pasar yang buruk dapat menjadi sinyal negatif. Motivasi investor dalam berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan, sehingga perusahaan yang bernilai rendah kemungkinan besar akan diabaikan oleh investor. Dengan kata lain, investor tidak akan berinvestasi pada perusahaan yang tidak memiliki valuasi tinggi.

ESOP diharapkan mampu meningkatkan harga saham perusahaan dan mampu memberikan sinyal positif kepada pasar untuk membantu investor mengambil keputusan berinvestasi dengan begitu dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan.

Employee Stock Option Program

Employee Stock Option Program (ESOP) adalah program kebijakan jangka panjang perusahaan yang melibatkan tenaga kerja dalam sebuah program kompensasi berbasis saham, dengan membayar sebesar harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian atau memberikan kepada karyawan dengan jumlah terbatas (Gusmantri, 2021). Esop memberikan penghargaan kepada seluruh pihak yang telah berkontribusi dalam meningkatkan kinerja perusahaan dan meningkatkan motivasi. Hal ini merupakan hasil yang sangat strategis bagi bisnis jangka panjang perusahaan. Kepemilikan saham juga mendorong pengambil keputusan perusahaan untuk mencari cara memaksimalkan nilai sahamnya. Hal ini juga dapat mengarah pada perbaikan manajemen dengan menuntut standar kinerja yang lebih tinggi dari para manajer. ESOP juga bertujuan untuk meningkatkan kolaborasi antara karyawan dan manajemen.

Dengan memanfaatkan ESOP dalam suatu perusahaan diharapkan karyawan akan memiliki rasa kepemilikan yang lebih besar terhadap perusahaan dan meningkatkan produktivitas karyawan melalui kerja yang efektif dan efisien. Program ini dilaksanakan dengan tujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Menurut tim peneliti implementasi ESOP Pasar Modal Indonesia (2002) dari Bapepam, tujuan ESOP antara lain: (1) Memberi penghargaan kepada karyawan, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya dalam meningkatkan kinerja perusahaan, (2) Menciptakan keseimbangan kepentingan antar karyawan, dengan demikian tidak ada benturan kepentingan antara pemegang saham dan pihak-pihak yang menjalankan kegiatan usaha perusahaan, (3) Meningkatkan komitmen karyawan terhadap perusahaan, hal ini diharapkan dapat meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan karena memberikan rasa kepemilikan terhadap perusahaan, (4) Menarik, mempertahankan, dan memotivasi karyawan

kunci utama perusahaan untuk meningkatkan nilai pemegang saham, (5) Membantu keberhasilan pelaksanaan strategi bisnis jangka panjang perusahaan, yang merupakan sarana bagi sumber daya manusia, hal ini dikarenakan ESOP pada hakikatnya merupakan bentuk kompensasi berdasarkan prinsip insentif yang bertujuan untuk memberikan bonus kepada karyawan yang dikaitkan dengan indikator kinerja utama perusahaan.

Adapun beberapa kebijakan perusahaan yang terkait dengan ESOP, macam-macam bentuk ESOP antara lain: (1) Pemberian Saham (*Stock Grants*), Program hibah saham ini pada dasarnya merupakan hibah dari perusahaan kepada karyawannya. Hibah saham adalah salah satu jenis transfer kepemilikan saham pada perusahaan dengan ESOP paling sederhana. (2) Program Pembelian Saham Oleh Karyawan (*Direct Employee Stock Purchase Plans*), Program ini memungkinkan karyawan untuk membeli saham perusahaan dengan tingkat keuntungan tertentu. Karyawan diperbolehkan menolak program pembelian saham jika dirasa tidak menguntungkan atau ada penawaran yang lebih baik. (3) Program Opsi Saham (*Stock Option Plans*), Perusahaan memberi karyawan pilihan untuk membeli saham perusahaan pada harga tertentu dan jangka waktu tertentu. Opsi tertentunya adalah hak bukan kewajiban, jika harga saham perusahaan dibawah harga pasar maka karyawan dapat membeli saham tersebut. (4) *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs), Program ini merupakan salah satu bentuk program pension. Skemanya adalah perusahaan akan meminta manajer investasi atau manajer dana profesional untuk berinvestasi di saham perusahaan, manfaat yang diberikan kepada karyawan adalah berupa tunjangan. (5) *Phantom Stock and Stock Appreciation Rights* (SARs), Program ini memberikan manfaat bagi karyawan kepemilikan saham yang ekonomis tanpa pengalihan (penugasan) saham nyata. Program SAR ini merupakan hibah dari perusahaan kepada karyawan untuk menerima uang tunai sebesar kenaikan harga tertentu saham perusahaan dimasa depan.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan merupakan ukuran tingkat perkembangan suatu perusahaan berdasarkan analisis aktivitas dan indikator keuangan, serta menunjukkan apakah suatu perusahaan berjalan dengan baik. Kinerja keuangan perusahaan menjadi bukti yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan sumber daya perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan (Qureyta, 2016). Kinerja suatu perusahaan dapat diukur melalui laporan-laporan seperti neraca, laba rugi, arus kas, dan perubahan ekuitas yang memberikan gambaran tentang bagian keuangan suatu perusahaan. Informasi dalam laporan keuangan digunakan investor untuk memberikan prediksi pendapatan dan dividen dimasa depan serta risiko terhadap keputusan investor.

Kinerja keuangan suatu perusahaan bermanfaat bagi berbagai pemangku kepentingan, seperti investor, kreditor, analisis, penasihat keuangan, broker, pemerintah, dan manajemen itu sendiri (Wulandari dan Asyik, 2022). Ketika kinerja perusahaan publik membaik maka nilai perusahaannya akan meningkat (Sari dan Wahidahwati, 2018). Dengan menganalisa kinerja keuangan, perusahaan akan memperoleh jawaban yang berhubungan dengan masalah posisi keuangan dan hasil yang dicapai perusahaan dalam suatu periode tertentu.

Pada penelitian ini peneliti menggunakan pengukuran dengan *Return on Asset* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE). Rasio *Return on Asset* (ROA) ini dianggap penting bagi manajemen karena digunakan untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam mengelola aset perusahaan. ROA digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari total asset yang dimilikinya. Nilai ROA yang semakin tinggi menunjukkan bahwa pengelolaan atau penggunaan aktiva perusahaan semakin efisien. Dengan kata lain, jumlah asset yang sama dapat menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi dan sebaliknya. ROA yang negatif disebabkan karena perusahaan sedang menunjukkan kerugian. Hal ini menunjukkan bahwa modal yang ditanam tidak mampu menghasilkan keuntungan secara keseluruhan.

Selain itu, kinerja keuangan dapat diukur dengan *Return on Equity* (ROE), Rasio ini tingkat ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham. ROE digunakan untuk mengukur rasio keberhasilan suatu perusahaan dalam memberikan laba kepada pemegang saham dengan ekuitasnya. Rasio ini penting bagi pemegang saham untuk mengetahui efektivitas dan efisiensi pengelolaan modal sendiri oleh manajemen. Semakin tinggi rasio ini, semakin efisien manajer perusahaan menggunakan modal ekuitasnya.

Kinerja Pasar

Kinerja pasar adalah salah satu indikator yang digunakan pemangku kepentingan internal dan eksternal untuk mengukur ukuran, kemajuan, dan perkembangan suatu perusahaan (Dewi *et al*, 2019). Kinerja pasar suatu perusahaan dapat diartikan sejauh mana suatu perusahaan meningkatkan nilai saham perusahaannya yang telah diperdagangkan dalam pasar modal (Qureyta, 2016).

Di pasar keuangan kinerja pasar mencerminkan kinerja suatu aset tertentu dalam hal harga atau hasil investasi. Kinerja pasar penting bagi investor, pemegang saham, dan perusahaan karena mencerminkan penilaian dan persepsi pasar terhadap perubahan dan asset. Kinerja pasar yang kuat sering kali dilihat sebagai tanda kepercayaan diri dan kesuksesan perusahaan, sedangkan kinerja yang lemah dapat mencerminkan permasalahan dan ketidakpastian yang perlu diatasi.

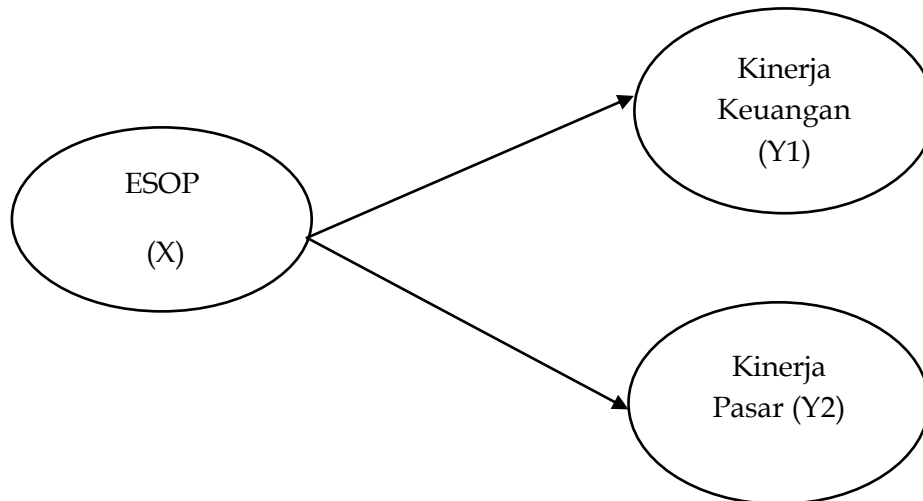
Kinerja pasar dapat diukur dengan *Price Earning Ratio* (PER), dan *Price to Book Value* (PBV). Rasio *Price Earning Ratio* (PER) ini digunakan investor untuk mengukur sejauh mana prospek pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan yang tercermin dalam laba saham. PER digunakan untuk mengukur seberapa mahal atau murah saham suatu perusahaan dibandingkan dengan pendapatannya. Semakin tinggi nilai PER maka semakin tinggi ekspektasi investor terhadap pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan. Sebaliknya jika semakin rendah nilai PER semakin rendah pula ekspektasi pertumbuhan yang termasuk dalam harga saham.

Kinerja pasar juga dapat diukur dengan *Price to Book Value* (PBV), Rasio ini digunakan untuk mengukur akan penilaian pasar (harapan investor) terhadap *earnings* dan arus kas dimasa yang akan datang. PBV digunakan untuk menilai seberapa tinggi atau rendahnya harga saham suatu perusahaan dibandingkan dengan nilai buku atau nilai asset bersih perusahaan tersebut. Efisiensi atau ketidak-efisienan pasar dapat terjadi ketika mengevaluasi *Price to Book Value* (PBV), terutama jika investor mengabaikan faktor fundamental atau tidak menyadari adanya perubahan nilai aset suatu perusahaan. PBV yang rendah dapat mengidentifikasi peluang investasi, namun juga dapat mengindikasikan potensi masalah yang memerlukan pertimbangan secara cermat.

Penelitian Terdahulu

Pertama, Sari dan Wahidahwati (2018) menunjukkan hasil bahwa ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan, begitu pula dalam penelitian Gusmantri (2021) bahwa berpengaruh signifikan antara ESOP dan kinerja keuangan perusahaan. Sebaliknya penelitian Wulandari dan Asyik (2022) menunjukkan hasil bahwa ESOP secara signifikan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Kedua, Sari (2019) menunjukkan hasil bahwa ESOP berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Price Book Value*) pada perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sebaliknya penelitian Rachel (2019) menunjukkan hasil bahwa ESOP tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan, Hal serupa ditunjukkan dari penelitian Qureyta (2016) menyatakan ESOP tidak dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan yang diukur menggunakan PER (*Price Earning Ratio*) dan PBV (*Price to Book Value*).

Rerangka Konseptual



Gambar 1
Rerangka Konseptual

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh ESOP Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Hubungan antara ESOP dengan kinerja perusahaan dapat dijelaskan dalam teori keagenan. ESOP meningkatkan persentase kepemilikan oleh pihak internal dalam sebuah perusahaan berdasarkan hal tersebut. Menurut teori keagenan, jika pemilik memiliki kekuasaan penuh dalam pengambilan keputusan, mereka akan berusaha meningkatkan kekayaan pemegang saham dan diharapkan dapat meningkatkan produktivitas laba dalam kinerja keuangan perusahaan (Dewi dan Candradewi, 2018). Berdasarkan definisi ESOP, meningkatkan persentase *inside owner* dalam perusahaan. Jadi, berdasarkan teori keagenan tujuannya adalah untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham sehingga meningkatkan efisiensi perusahaan. ESOP menguntungkan manajer dan meningkatkan insentif karyawan, sehingga dampak ESOP terhadap kinerja keuangan perusahaan menjadi signifikan. Semakin banyak saham yang dibagikan maka semakin baik pula perusahaan dalam mendapatkan produktivitas laba kinerja keuangan.

Atas dasar kajian teori tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₁: ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

Pengaruh ESOP Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan

Hubungan antara ESOP dengan kinerja pasar dapat dijelaskan dalam teori sinyal. Teori sinyal menyatakan bahwa dengan adanya teori ini mampu memberikan sinyal positif kepada pasar yang dapat meningkatkan kinerja pasar. Pemberlakuan ESOP di perusahaan dapat berdampak pada peningkatan kinerja karyawan yang berdampak pada nilai Perusahaan terhadap kinerja pasar yang dibuktikan dari adanya peningkatan harga saham perusahaan. Kinerja pasar sangat penting bagi investor, pemegang saham, dan perusahaan karena mencerminkan penilaian dan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Kinerja pasar perusahaan dapat diartikan sejauh mana perusahaan tersebut meningkatkan nilai saham yang telah diperdagangkan dalam pasar modal (Qureyta, 2016). ESOP yang efektif dapat menjadikan sinyal baik bagi kinerja pasar perusahaan karena menunjukkan bahwa perusahaan memiliki rencana jangka panjang dan berkelanjutan sehingga para investor akan lebih tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut dan dapat meningkatkan nilai perusahaan yang akan mempengaruhi kenaikan harga saham di pasar modal (Rachel, 2019).

Atas dasar kajian teori tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₂: ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja pasar perusahaan

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek Penelitian)

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif berdasarkan uji hipotesis melalui studi deskriptif. Pendekatan kuantitatif merupakan penelitian yang mengkaji hubungan sebab akibat antar variabel yang diteliti berdasarkan observasi dengan menggunakan data yang diperoleh dan dianalisis secara kuantitatif. Variabel yang didefinisikan sebagai penyebab disebut dengan variabel independen. Variabel yang didefinisikan sebagai akibat disebut sebagai variabel dependen. Data yang digunakan menggunakan data sekunder. Data sekunder pada penelitian ini didapatkan dari perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2022. Pengujian hipotesis menggunakan perhitungan sistematis dengan rumus statistik untuk menguji hubungan antar variabel yang akan menghasilkan kesimpulan dengan tujuan untuk dapat membuktikan hipotesis tersebut. Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang menerapkan ESOP di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* di mana dalam pengambilan sampel didasarkan pada tujuan penelitian, batasan serta kriteria dalam pengambilan keputusan. Adapun kriteria-kriteria dalam pemilihan sampel yang digunakan adalah sebagai berikut: (1) Merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2022, (2) Merupakan perusahaan manufaktur yang menerapkan ESOP pada tahun 2018-2022, (3) Memiliki dan menerbitkan laporan keuangan tahunan lengkap selama periode yang telah ditentukan yaitu 2018-2022.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dengan mengumpulkan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan selama periode penelitian yang diperoleh. Sumber data yang digunakan adalah data dari laporan keuangan tahunan lengkap perusahaan manufaktur yang menerapkan ESOP di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2018-2022 yang diperoleh dari galeri Bursa Efek Indonesia (BEI) di Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIESIA) yang diunduh melalui ww.idx.co.id dan web resmi perusahaan. Di mana data sekunder diperoleh berdasarkan bukti, catatan, atau laporan historis yang telah ada dan tersusun dalam arsip yang terpublikasi dan yang tidak terpublikasi.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Penelitian

Variabel dapat diartikan sebagai segala bentuk penelitian yang peneliti putuskan untuk memperoleh informasinya (Sugiono, 2016). Jenis variabel yang akan dianalisis penelitian ini sebagai berikut: (1) Variabel bebas atau variabel independent (X) merupakan variabel yang memengaruhi atau yang menjadi sebab perubahan atau timbulnya variabel terikat. Penelitian ini menggunakan variabel bebas adalah *Employe Stock Option Program (ESOP)*, (2) Variabel terikat atau variabel dependen (Y) merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat adanya variabel bebas. Penelitian ini menggunakan 2 variabel terikat adalah kinerja keuangan yang diprosikan dengan *Return on Asset (ROA)* dan *Return on Equity (ROE)*, dan untuk kinerja pasar diprosikan dengan *Price Earning Ratio (PER)* dan *Price to Book Value (PBV)*.

Definisi Operasional Variabel

Variabel Independen

Employee Stock Option Program

ESOP adalah program kebijakan jangka panjang perusahaan yang melibatkan tenaga kerja dalam sebuah program kompensasi berbasis saham, dengan membayar sebesar harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian atau memberikan kepada karyawan dengan jumlah terbatas (Gusmantri, 2021). ESOP dapat meningkatkan insentif para karyawan (Wulandari dan Asyik, 2022). Proporsi opsi saham pada penelitian ini mengacu pada penelitian Sari dan Wahidahwati (2018), yaitu:

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

Variabel dependen

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan dapat diukur dengan *Return on Asset* (ROA), ROA digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari total asset yang dimilikinya. *Return on Asset* (ROA) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{LABA BERSIH}}{\text{TOTAL ASSET}} \times 100\%$$

Selain itu, kinerja keuangan dapat diukur dengan *Return on Equity* (ROE), ROE digunakan untuk mengukur rasio keberhasilan suatu perusahaan dalam memberikan laba kepada pemegang saham dengan ekuitasnya. *Return on Equity* (ROE) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{ROE} = \frac{\text{LABA BERSIH}}{\text{TOTAL EQUITY}} \times 100\%$$

Kinerja Pasar

Kinerja pasar dapat diukur dengan *Price Earning Ratio* (PER), PER digunakan untuk mengukur seberapa mahal atau murah saham suatu perusahaan dibandingkan dengan pendapatannya. *Price Earning Ratio* (PER), dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga saham per lembar}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Kinerja pasar juga dapat diukur dengan *Price to Book Value* (PBV), PBV digunakan untuk menilai seberapa tinggi atau rendahnya harga saham suatu perusahaan dibandingkan dengan nilai buku atau nilai asset bersih perusahaan tersebut. *Price to Book Value* (PBV), dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga saham per lembar}}{\text{Nilai buku per saham}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis Deskriptif

Analisis Deskriptif pada dasarnya menggambarkan data dan sampel penelitian sehingga dapat dipahami. Analisis deskriptif digunakan untuk mendefinisikan data variabel penelitian berupa mean, standar deviasi, nilai maksimum dan minimum sehingga dapat dipahami dan

mewakili karakteristik suatu sampel. Sehingga pembaca pun dapat dengan mudah memahami data yang digunakan oleh peneliti.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan pengujian bertujuan untuk memeriksa apakah model regresi, variabel bebas, dan variabel terikat, atau keduanya berdistribusi normal. Model regresi yang baik mempunyai distribusi normal atau mendekati normal (Ghozali, 2018). Pemeriksaan normalitas menggunakan Kolmogorov-Smirnov (KS). Uji normalitas dengan taraf signifikansi (α) = 0,05. Ada dasar pengambilan keputusan sebagai berikut: (1) Jika $\text{sig} > \alpha$, maka data berdistribusi normal, (2) Jika $\text{sig} < \alpha$ maka datanya tidak berdistribusi normal.

Uji Heterokedastisitas

Tujuan dari uji heteroskedastisitas adalah untuk mengetahui adanya ketimpangan variance residual antara observasi yang satu dengan observasi yang lain dalam suatu model regresi (Ghozali, 2018). Karena tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi yang baik, maka digunakan metode uji gletser dalam uji heteroskedastisitas pada penelitian ini. Menurut Ghozali (2018). kriteria keputusan untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas adalah; (1) Apabila tingkat signifikansi variabel independent lebih besar dari $> 0,05$ maka menunjukkan tidak adanya gejala heterokedastisitas, (2) Tingkat signifikansi independent variabel kurang dari $< 0,05$ maka indikasi terjadinya gejala heterokedastisitas.

Uji Autokolerasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui korelasi antara error perturbasi pada periode t dengan error sebelum periode $t-1$. Uji autokorelasi menggunakan Durbin-Watson (DW). Model regresi yang baik merupakan regresi yang bebas dari autokolerasi (Ghozali, 2018). Ada ketentuan untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson sebagai berikut: (1) Jika nilai DW terletak dibawah -2 , maka menunjukkan terdapat gejala autokorelasi, (2) Apabila nilai DW terletak diantara -2 sampai $+2$, maka menunjukkan tidak terdapat gejala autokorelasi, (3) Jika nilai DW terletak diatas $+2$, maka menunjukkan tidak ada kesimpulan.

Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai R-Square untuk melihat bagaimana variasi nilai variabel terikat dipengaruhi oleh variasi nilai variabel bebas. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana variabel independent dalam model regresi dapat menjelaskan variasi data variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 dapat dinyatakan secara matematis $0 \leq R^2 \leq 1$ (Ghozali, 2018). Nilai R^2 yang kecil berarti variabel independen mempunyai kemampuan yang sangat terbatas dalam menjelaskan variabel dependen. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel independen memberikan hampir seluruh informasi yang diperlukan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Pengujian Hipotesis

Uji Hipotesis t mempunyai kegunaan untuk menguji secara parsial pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini (Ghozali, 2018). Dalam penelitian ini menguji apakah penerapan *employee stock option program* berpengaruh terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan. Pengujian dilakukan pada taraf signifikansi 0,05 ($\alpha = 5\%$). Pengambilan keputusan dalam pengujian hipotesis (uji t) adalah: (1) Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka hipotesis ditolak (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel

dependen. (2) Jika nilai signifikan $<$. Jika 0,05 maka hipotesis diterima (koefisien regresi signifikan). Artinya variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Data

Uji Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini menyajikan informasi deskriptif mengenai gambaran umum masing-masing variabel yaitu variabel independen (X) adalah ESOP, dan variabel dependen (Y) adalah kinerja keuangan yang diukur dengan menggunakan proksi *Return On Asset* (ROA) dan *Return On Equity* (ROE), dan kinerja pasar yang diukur dengan menggunakan proksi *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price Book Value* (PBV). Dalam penelitian ini analisis statistik deskriptif untuk melihat data yang meliputi nilai terendah (*minimum*), nilai tertinggi (*maximum*), nilai rata-rata (*mean*), jumlah data (N), dan tingkat penyebaran data (*standard deviation*).

Hasil analisis statistik deskriptif pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Hasil Uji Analisis Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ESOP	45	,00	,09	,0191	,01459
ROA	45	-,02	,09	,0349	,02873
ROE	45	-,12	,19	,0687	,06639
PER	45	-,05	6,35	,5213	1,01870
PBV	45	,29	3,48	1,2007	,72320
Valid N (listwise)	45				

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Berdasarkan Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif yang tersaji menunjukkan sebanyak 45 sampel atau data (N) yang berasal dari 105 sampel namun setelah di uji terdapat 60 data outlier. Data tersebut membutuhkan outlier terhadap data yang bernilai extreme agar dapat terdistribusi dengan normal dan layak.

Berdasarkan analisis deskriptif didapat penjelasan sebagai berikut: (1) Variabel independen (X) ESOP dengan nilai minimum yaitu sebesar 0,00 sedangkan nilai maximum yaitu sebesar 0,09. Nilai mean sebesar 0,0191 dan nilai standard deviation sebesar 0,01459. (2) Variabel dependen (Y1) ROA dengan nilai minimum sebesar -0,02 sedangkan nilai maximum yaitu sebesar 0,09. Nilai mean sebesar 0,0349 dan nilai standard deviation sebesar 0,02873. Variabel dependen (Y1) ROE dengan nilai minimum sebesar -0,12 sedangkan nilai maximum sebesar 0,19. Nilai mean sebesar 0,0687 dan nilai standard deviation sebesar 0,06639. Variabel dependen (Y2) PER dengan nilai minimum sebesar -0,05 sedangkan nilai maximum sebesar 6,35. Nilai mean sebesar 0,5213 dan nilai standard deviation sebesar 1,01870. Variabel dependen (Y2) PBV dengan nilai minimum sebesar 0,29 sedangkan nilai maximum sebesar 3,48. Nilai mean sebesar 1,2007 dan nilai standard deviation sebesar 0,72320.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah distribusi suatu model regresi normal atau tidak. Terdapat dua cara untuk mendeteksi apakah residual terdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistic (Ghozali, 2018). Data dapat dikatakan berdistribusi normal dilihat pada nilai residual hasil regresi apabila nilai signifikansi uji

normalitas > 0,05 namun jika sebaliknya nilai signifikansi uji normalitas < 0,05 maka data dapat dikatakan tidak berdistribusi normal.

Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan metode pengolahan data Kolmogorov-Smirnov (KS). sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas

Keterangan Indikator	Tingkat Signifikan	Test Statistic	Asymp. Sig. (2-tailed)
ROA	a = 0,05	0,098	0,200
ROE		0,100	0,200
PER		0,117	0,141
PBV		0,083	0,200

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah).

Berdasarkan Tabel 2 hasil pengujian normalitas dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (KS) pada masing-masing indikator terbukti bahwa besarnya data nilai Asymp. Sig. (2-tailed) atau nilai signifikansi > 0,05. maka dapat disimpulkan bahwa variabel berdistribusi normal dan model regresi ini layak untuk dipakai dalam memprediksi kinerja keuangan dan kinerja pasar berdasarkan masukan dari variabel *Employee Stock Option Program* (ESOP). Dengan hasil uji normalitas yang menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov* (KS) telah memenuhi syarat asumsi normalitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas mempunyai tujuan yaitu untuk untuk mengetahui adanya adanya ketimpangan variance residual antara observasi yang satu dengan observasi yang lain dalam suatu model regresi (Ghozali, 2018). Dalam penelitian ini uji heteroskedastisitas menguji ada atau tidaknya heteroskedastisitas dengan menggunakan uji gletser. Hasil dari uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 3
Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Glatser (ROA)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	,028	,004		7,918	,000
	X_ESOP	-,242	,149	-,240	-1,624	,112

a. Dependent Variable: ABS_Y1_ROA

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Glatser (ROE)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	,060	,010		5,950	,000
	X_ESOP	-,482	,422	-,171	-1,141	,260

a. Dependent Variable: ABS_Y1_ROE

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Tabel 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Glatser (PER)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	,475	,074		6,466	,000
	X_ESOP	-3,290	3,070	-,161	-1,072	,290

a. Dependent Variable: ABS_Y2_PER

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Tabel 6
Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Glatser (PBV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	,185	,034		5,423	,000
	X_ESOP	,232	1,426	,025	,163	,871

a. Dependent Variable: ABS_Y2_PBV

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Berdasarkan Tabel 3 sampai Tabel 6 hasil dari uji heteroskedastisitas dapat diketahui nilai signifikansi semua variabel dependen $> 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa model persamaan regresi tidak mengalami heteroskedastisitas.

Uji Autokolerasi

Uji autokolerasi mempunyai tujuan untuk menguji korelasi antara error perturbasi pada periode t dengan error sebelum periode $t-1$. Regresi yang tidak menunjukkan autokorelasi dianggap valid. Salah satu cara uji autokorelasi menggunakan *Durbin-Watson* (DW-test). Berdasarkan hasil dari uji autokolerasi yang telah dilakukan peneliti, maka diperoleh hasil yang sebagai berikut:

Tabel 7
Hasil Uji Autokolerasi

Keterangan Indikator	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error Of the Estimate	Durbin-Watson
ROA	0,212	0,045	0,023	0,03841	1,225
ROE	0,126	0,016	-0,007	0,06662	1,324
PER	0,075	0,006	-0,018	0,51824	1,415
PBV	0,056	0,003	-0,020	0,23813	1,498

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Berdasarkan hasil pada Tabel 7 di atas, maka hasil dari uji autokolerasi dengan menggunakan Durbin-Watson didapat penjelasan sebagai berikut: (1) ROA memiliki nilai Durbin-Watson sebesar 1,225. (2) ROE memiliki nilai Durbin-Watson sebesar 1,324. (3) PER memiliki nilai Durbin-Watson sebesar 1,415. (4) PBV memiliki nilai Durbin-Watson sebesar 1,498. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan bahwa nilai DW terletak diantara -2 sampai +2 tersebut disimpulkan tidak terdapat gejala autokolerasi pada model regresi penelitian ini.

Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi dalam model regresi ditunjukkan dengan nilai R-Square yang dimana nilai tersebut dipergunakan untuk mengukur sejauh mana variabel independent dalam model regresi dapat menjelaskan variasi data variabel dependen. Nilai R^2 yang kecil berarti variabel independen mempunyai kemampuan yang sangat terbatas dalam menjelaskan variabel dependen. Namun nilai yang mendekati 1 berarti variabel independen

memberikan hampir seluruh informasi yang diperlukan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Hasil dari uji koefisien determinasi R² tersaji berikut ini:

Tabel 8
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Keterangan Indikator	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error Of the Estimate
ROA	0,212	0,045	0,023	0,03841
ROE	0,126	0,016	-0,007	0,06662
PER	0,075	0,006	-0,018	0,51824
PBV	0,056	0,003	-0,020	0,23813

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Berdasarkan hasil Tabel 8 diatas, maka hasil dari uji koefisien determinasi dapat disimpulkan sebagai berikut: (1) Variabel dependen (Y1) ROA memiliki nilai R-Square sebesar 0,045. Hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan variabel independent ESOP dalam menjelaskan variabel dependen kinerja keuangan (ROA) sebesar 4,5% dan untuk sisanya sebesar 95,5% (100% - 4,5%) dipengaruhi oleh faktor-faktor lain atau variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian. (2) Variabel dependen (Y1) ROE memiliki nilai R-Square sebesar 0,016. Hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan variabel independent ESOP dalam menjelaskan variabel dependen kinerja keuangan (ROE) sebesar 1,6% dan untuk sisanya sebesar 98,4% (100% - 1,6%) dipengaruhi oleh faktor-faktor lain atau variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian. (3) Variabel dependen (Y2) PER memiliki nilai R-Square sebesar 0,006. Hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan variabel independent ESOP dalam menjelaskan variabel dependen kinerja keuangan (PER) sebesar 0,6% dan sisanya sebesar 99,4% (100% - 0,6%) dipengaruhi oleh faktor-faktor lain atau variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian. (4) Variabel dependen (Y2) PBV memiliki nilai R-Square sebesar 0,003. Hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan variabel independent ESOP dalam menjelaskan variabel dependen kinerja keuangan (PBV) sebesar 0,3% dan sisanya sebesar 99,7% (100% - 0,3%) dipengaruhi oleh faktor-faktor lain atau variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian.

Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis (uji t) digunakan untuk menguji apakah ada atau tidaknya pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen dengan tingkat sig a = 0,05 (5%). Uji t dalam penelitian ini menguji kinerja keuangan yang diproksikan menggunakan ROA dan ROE, dan kinerja pasar yang diproksikan menggunakan PER dan PBV. Berikut adalah hasil uji t dari masing-masing variabel yang tersaji

Tabel 9
Hasil Uji Hipotesis Statistik (t)

Keterangan Indikator	t Hitung	Sig.	Tingkat Signifikan
ROA	-1.420	0,163	a = 0,05
ROE	-0,830	0,411	
PER	-0,075	0,625	
PBV	-0,368	0,715	

Sumber: Data sekunder, 2023 (diolah)

Berdasarkan hasil Tabel 9 diatas, maka hasil dari uji hipotesis statistic t dapat diuraikan sebagai berikut: (1) Pengaruh ESOP terhadap kinerja keuangan (ROA dan ROE), Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai signifikan yang diproksikan dengan ROA sebesar 0,163 > 0,05. Sedangkan nilai signifikan yang diproksikan dengan ROE sebesar 0,411 > 0,05. Maka H0

diterima dan H_1 ditolak. Dapat disimpulkan secara parsial bahwa H_1 variabel independen ESOP tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA dan ROE. Dengan demikian bahwa Hipotesis 1 = ditolak. (2) Pengaruh ESOP terhadap kinerja pasar (PER dan PBV), Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 15 diperoleh nilai signifikan yang diproksikan dengan PER sebesar $0,625 > 0,05$. Sedangkan nilai signifikan yang diproksikan dengan PBV $0,715 > 0,05$. Maka H_0 diterima dan H_2 ditolak. Dapat disimpulkan secara parsial bahwa H_2 variabel independen ESOP tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen kinerja pasar yang diproksikan dengan PER dan PBV. Dengan demikian bahwa Hipotesis 2 = ditolak.

Pembahasan

Pengaruh ESOP Terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil pengujian pertama regresi linear sederhana yang telah dilakukan untuk kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA) dan *Return On Equity* (ROE) dapat disimpulkan bahwa *Employee Stock Option Program* (ESOP) tidak mampu berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil Tabel 9 yang menunjukkan bahwa variabel kinerja keuangan (ROA) memiliki hasil nilai signifikansi sebesar 0,163. Karena nilai signifikan hitung lebih besar dari nilai signifikan yang telah ditentukan ($0,163 > 0,05$) maka secara parsial variabel independen (X) *Employee Stock Option Program* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Y1) kinerja keuangan (ROA). Sedangkan variabel kinerja keuangan (ROE) memiliki hasil nilai signifikansi sebesar 0,411. Karena nilai signifikan hitung lebih besar dari nilai signifikan yang telah ditentukan ($0,411 > 0,05$) maka secara parsial variabel independen (X) *Employee Stock Option Program* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Y1) kinerja keuangan (ROE). Dengan demikian dapat disimpulkan H_1 ditolak dikarenakan tidak mendukung hipotesis yang telah diajukan yaitu "ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan".

Hasil pengujian menyatakan bahwa esop tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Penolakan terhadap hipotesis kinerja keuangan perusahaan menunjukkan tidak sesuai dengan *agency theory*. Pada penelitian ini *Employee Stock Option Program* (ESOP) belum dapat dianggap sebagai solusi alternatif untuk menyelesaikan konflik kepentingan antara karyawan yang menjalankan perusahaan dan pemegang saham perusahaan. Karena dengan adanya program ESOP ini maka laba yang diterima oleh pemegang saham akan berkurang, hal ini dikarenakan jumlah saham yang beredar akan bertambah. Maka dari itu pengumuman pelaksanaan ESOP bagi investor dianggap tidak sebagai informasi positif. Selain itu, *Employee Stock Option Program* (ESOP) juga tidak mampu meningkatkan produktivitas laba perusahaan secara signifikan karena program ini tidak dapat memotivasi karyawan secara memadai untuk meningkatkan kinerja karyawan. Hal tersebut dikarenakan adanya beberapa faktor yang terjadi, faktor pertama ada pada jumlah saham ESOP yang dibagikan kepada karyawan relatif rendah dengan rata-rata sekitar 0,0191% yang dapat dilihat pada tabel 1, hal ini menyebabkan penurunan motivasi karyawan dan rasa kepemilikan di perusahaan tempat mereka berkerja. Oleh karena itu, karyawan cenderung lebih memilih menerima gaji atau bonus dengan nilai yang lebih tinggi daripada menerima pembagian dividen dari ESOP yang memiliki nilai lebih rendah. Akibatnya ESOP tidak dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Faktor kedua juga berkaitan erat dengan kultur perusahaan yang berbeda dalam memotivasi karyawan, hal ini akan mempengaruhi keputusan atas tujuan kebijakan ESOP. Apabila dalam sebuah perusahaan karyawan tidak terlalu dekat dengan dunia saham tentu hal tersebut akan menjadi hambatan dalam pelaksanaan program ESOP tersebut. Selain itu tidak semua karyawan berhak untuk membeli saham ESOP, maka kinerja dari beberapa karyawan yang telah memiliki saham perusahaan belum cukup mampu mewakili kinerja dari seluruh karyawan yang akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Hasil penelitian yang telah dilakukan ini menguatkan penelitian yang telah dilakukan oleh Qureyta (2016), Handayani dan Yurniwati (2020), Rachel (2019), dan Wulandari dan Asyik (2022) yang menyatakan bahwa ESOP tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Sari dan Wahidahwati (2018) menyatakan bahwa ESOP memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh ESOP Terhadap Kinerja Pasar

Berdasarkan hasil pengujian kedua regresi linear sederhana yang telah dilakukan untuk kinerja pasar perusahaan yang diprosikan dengan *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price Book Value* (PBV) dapat disimpulkan bahwa *Employee Stock Option Program* (ESOP) tidak mampu berpengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil Tabel 9 yang menunjukkan bahwa variabel kinerja pasar (PER) memiliki hasil signifikansi sebesar 0,625. Karena nilai signifikan hitung lebih besar dari nilai signifikan yang telah ditentukan ($0,625 > 0,05$) maka secara parsial variabel independent (X) *Employee Stock Option Program* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Y2) kinerja pasar (PER). Sedangkan variabel kinerja pasar (PBV) memiliki hasil nilai signifikansi sebesar 0,715. Karena nilai signifikan hitung lebih besar dari nilai signifikan yang telah ditentukan ($0,715 > 0,05$) maka secara parsial variabel independent (X) *Employee Stock Option Program* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Y2) kinerja pasar (PBV). Dengan demikian dapat disimpulkan H₂ ditolak dikarenakan tidak mendukung hipotesis yang telah diajukan yaitu "ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja pasar perusahaan".

Hasil pengujian menyatakan bahwa esop tidak berpengaruh terhadap kinerja pasar. Penolakan terhadap hipotesis kinerja pasar perusahaan menunjukkan tidak sesuai dengan signalling theory. Pada penelitian ini *Employee Stock Option Program* (ESOP) belum mampu memberikan sinyal positif kepada pasar untuk membantu investor mengambil keputusan berinvestasi. Karena dengan adanya program ESOP ini belum dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek baik di masa depan, sehingga para investor kurang berminat untuk membeli saham perusahaan tersebut, akibatnya nilai perusahaan terhadap kinerja pasar tidak dapat meningkat. Selain itu, *Employee Stock Option Program* (ESOP) juga tidak mampu meningkatkan kinerja karyawan secara signifikan karena program ini tidak dapat memotivasi karyawan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang dibuktikan dari adanya penurunan harga saham perusahaan. Seperti yang telah diulas sebelumnya, Hal tersebut dikarenakan ESOP yang dibagikan kepada karyawan relatif rendah dengan rata-rata sekitar 0,0191% yang dapat dilihat pada Tabel 1, hal ini menyebabkan motivasi, produktivitas, dan rasa kepemilikan karyawan terhadap perusahaannya menurun, sehingga dapat mempengaruhi pasar modal khususnya indeks harga saham pada pasar. Jika nilai perusahaan memburuk maka harga saham perusahaan dapat menurun. Penurunan indeks harga saham perusahaan mengindikasikan bahwa kepercayaan investor terhadap prospek masa depan perusahaan juga ikut menurun, oleh karena itu penurunan nilai perusahaan menyebabkan penurunan kinerja pasar perusahaan. Faktor kedua berkaitan dengan pemberian keputusan pembelian ESOP karyawan juga perlu diperhatikan, karyawan berhak mendapatkan opsi pembelian saham jangka panjang tersebut, karyawan adalah bagian dari perusahaan dan mengetahui operasional perusahaan sehari-hari, oleh karena itu dapat dikatakan karyawan mengetahui secara detail prospek dan resiko perusahaan di masa depan. Sehingga adanya ESOP dalam meningkatkan kinerja karyawan tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada kenaikan harga saham perusahaan, pada kenyataannya karyawan tidak akan membeli ESOP karena pengetahuannya mengenai informasi-informasi dalam perusahaan tersebut. Ketika hal ini terjadi ESOP tidak dapat memberikan pengaruhnya kepada kinerja pasar perusahaan.

Hasil penelitian yang telah dilakukan ini menguatkan penelitian yang telah dilakukan oleh Qureyta (2016), dan Rachel (2019) yang menyatakan bahwa ESOP tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan. Namun hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Sari (2019) menyatakan bahwa ESOP memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan yang diproksikan oleh Price Book Value (PBV).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan dari hasil penelitian dan analisis yang telah dilakukan peneliti mengenai pengaruh *employee stock option program* terhadap kinerja keuangan (ROA dan ROE) dan kinerja pasar (PER dan PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2018-2022. dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut: (1) ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Kinerja keuangan yang diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA) dan *Return On Equity* (ROE) mendapatkan hasil tidak sesuai dengan hipotesis yang telah diajukan, maka dapat disimpulkan bahwa H_1 ditolak. Penelitian ini tidak sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan ESOP sebagai solusi alternatif untuk menyelesaikan konflik kepentingan antara karyawan yang menjalankan perusahaan dan pemegang saham perusahaan. Selain itu, ESOP juga belum mampu meningkatkan produktivitas laba perusahaan secara signifikan karena program ini tidak dapat memotivasi karyawan secara memadai untuk meningkatkan kinerja karyawan. (2) ESOP tidak berpengaruh terhadap kinerja pasar. Kinerja pasar yang diproksikan dengan *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price Book Value* (PBV) mendapatkan hasil tidak sesuai dengan hipotesis yang telah diajukan, maka dapat disimpulkan bahwa H_2 ditolak. Penelitian ini tidak sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan ESOP mampu memberikan sinyal positif kepada pasar untuk membantu investor mengambil keputusan berinvestasi pada perusahaan. Selain itu, ESOP juga tidak mampu meningkatkan kinerja karyawan secara signifikan karena program ini tidak dapat memotivasi karyawan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang dibuktikan dari adanya penurunan harga saham perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang dapat mempengaruhi hasil penelitian, dengan adanya keterbatasan ini dapat disajikan sebagai bahan pertimbangan bagi peneliti selanjutnya. Keterbatasan tersebut sebagai berikut: (1) Penelitian ini mempunyai keterbatasan waktu hanya mencakup periode lima tahun, yakni tahun 2018-2022 sehingga hasil penelitian masih belum menggambarkan pengaruh ESOP terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar untuk jangka panjang. (2) Metode pengukuran kinerja keuangan diproksikan dengan ROA dan ROE, sedangkan kinerja pasar diproksikan dengan PER dan PBV. Masih banyak metode pengukuran yang dapat mempengaruhi interpretasi hasil penelitian. (3) Penelitian ini mempunyai keterbatasan pada pemilihan sampel perusahaan karena menggunakan metode *purposive sampling*, dimana sampel dipilih berdasarkan kriteria yang telah ditentukan. Beberapa perusahaan tidak memenuhi standar yang berlaku, terutama disebabkan oleh perusahaan tidak menerapkan ESOP dan tidak memiliki kelengkapan dalam penyajian laporan keuangan tahunan sehingga perusahaan yang menjadi sampel berkurang.

Saran

Berdasarkan dari hasil kesimpulan dan keterbatasan penelitian ini, maka ada beberapa saran yang dapat diberikan oleh peneliti adalah sebagai berikut: (1) Diharapkan untuk peneliti selanjutnya dapat memperluas subjek penelitian dan memperpanjang periode penelitian. Agar penelitian berikutnya dapat mencerminkan pengaruh ESOP terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka panjang. (2) Peneliti selanjutnya dapat menambahkan metode

pengukuran selain dari yang telah disertakan dalam penelitian ini. Hal tersebut dapat menambahkan pengetahuan peneliti terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi ESOP terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar. (3) Bagi manajemen perusahaan yang menerapkan ESOP untuk mempertimbangkan dan mengkaji ulang kebijakan untuk meningkatkan jumlah saham yang diberikan kepada karyawan. Bertujuan untuk meningkatkan rasa kepemilikan karyawan terhadap perusahaan yang lebih besar dengan harapan dapat meningkatkan kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Anggrawan. 2018. Pengaruh Employee Stock Ownership Programs (ESOP) Terhadap Kinerja Perusahaan Publik Di Indonesia. *Petra Business & Management Review* 4 (1).
- Dewi, C. 2018. Pengaruh Employee Stock Ownership Plan, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud* 7(9): 4774-4802.
- Bapepam, 2002. Studi Penerapan ESOPs Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. *Tim Studi Penerapan ESOPs. www.jsx.co.id.*
- Dewi, I. A. P. P., I. P. M. J. S. Putra, dan I. D. M. Endiana. 2019. Pengaruh Sustainability Reporting Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Dan Kinerja Pasar Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI. *Artikel Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA)* 1(1).
- Erucokro, A. A. A. 2019. Pengaruh Pemberian Employee Stock Ownership Program (ESOP) , Leverage, Ukuran Perusahaan, dan Corporate Social Responsibility (CSR) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Skripsi. Universitas Muhammadiyah. Surakarta.*
- Ghozali, I. 2018. *Aplikasi Analisis Multivariete Dengan Program IBM SPSS* 25. Universitas Diponegoro Semarang.
- Gusmantri, V. 2021. Analisis Pengaruh Employee Stock Option Plan (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019. *Skripsi. Universitas Islam. Riau.*
- Handayani, dan Yurniwati. 2020. Analysis of The Influence of Employee Stock Ownership Program (ESOP) Application of Company Financial Performance. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi* 20(2): 616-625.
- Irma. 2019. Pengaruh Komisaris, Komite Audit, Struktur Kepemilikan, Size Dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Properti, Perumahan, Dan Kontruksi 2013-2017. *Jurnal Ilmu Manajemen* 7(3).
- Isbanah. 2015. Pengaruh ESOP, Laverage, And, Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Research in Economics and Management (Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen)* 15(1): 28-41.
- Klein, K.J. 1987. Employee Stock Ownership and Employment Attitudes: A Test of Three Models, *Journal of Applied Psychology Monograph*. 7(2).
- Meckling, J. 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance Economic* 3: 350-360.
- Nurlela, E., E. Nurhasanah, dan F. F. Zahra. 2021. Pengaruh Employee Stock Ownership Program (ESOP) Dan Fixed Asset Intensuty (FAI) Terhadap Kinerja Perusahaan. *Finansha-Journal Of Sharia Financial Management* 2(1).
- Pangesti, O. W., A.L. Wijaya, dan A. Widiastara. 2021. Pengaruh Leverage, Employee Stock Ownership Program, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Earning Management Sebagai Variabel Moderasi. *Seminar Inovasi Manajemen Bisnis dan Akuntansi (SIMBA) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas PGRI Madiun* 3.
- Qureyta, H. D. 2016. Pengaruh Kebijakan Employee Stock Ownership Program Terhadap Perkembangan Kinerja Keuangan Dan Kinerja Pasar Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas. Surabaya.*

- Rachel L. 2019. Pengaruh Employee Stock Option Plan Pada Kinerja Pasar Dengan Kinerja Perusahaan Sebagai Variabel Mediasi. *Skripsi*. Universitas Katolik Widya Mandala. Surabaya.
- Ross. 1977. Some Notes on Financial Incentive-Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences. *The Journal of Finance*, 3, 777-792.
- Sari, M. P. 2019. Pengaruh Nilai Employee Stock Ownership Program (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Go Publik yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Skripsi*. Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara. Medan.
- Sari, V. F., dan Wahidahwati 2018. Pengaruh Leverage dan ESOP Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Go Publik Di BEI. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi* 7(12).
- Sugiono. 2016. *Metode Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D*. Alfabeta. Bandung.
- Sunarsih, N. M., dan Dewi, N. P. S. 2018. Pengaruh Penerapan Employee Stock Option Plan (ESOP) Pada Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Undhira Bali* 13 (2).
- Wulandari, dan Asyik. 2022. Pengaruh Employee Stock Ownership Program (ESOP) Dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Manajemen Laba Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 11(8).