

Pengaruh *Employee Stock Option Plan* pada Kinerja Perusahaan dan Implikasinya pada *Return Saham*

Ricci Nurly Trisna¹
Ida Bagus Putra Astika²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
email: ricci060689@gmail.com / Telp: +6285738419523

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

ESOP adalah program kompensasi yang memberikan peluang pada pekerja untuk dapat memiliki saham perusahaan. Munculnya ESOP didasari sebuah gagasan untuk menyejajarkan kepentingan karyawan (*agent*) dan para pemegang saham (*principal*), dengan tujuan untuk mengurangi konflik kepentingan antara *agent* dan *principal*. Jika kinerja pekerja meningkat maka kinerja perusahaan ikut meningkat juga. Dari pandangan investor, kinerja keuangan merupakan indikasi yang digunakan untuk menaksir kondisi perusahaan di masa sekarang dan prospek perusahaan di masa depan. Investor yang rasional tidak hanya mempertimbangkan faktor finansial perusahaan saja, tetapi ia juga mempertimbangkan karakteristik perusahaan. Perusahaan publik yang mengadopsi ESOP pada umumnya. Diperlukan suatu mekanisme pengendalian untuk mengurangi penyimpangan dalam pelaksanaan ESOP yaitu dengan adanya kepemilikan investor institusional. Agar dapat meningkatkan kinerjanya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Employee Stock Option Plan* pada kinerja perusahaan dan *return* saham. Sampel yang diambil sebanyak 34 perusahaan. Metode yang di gunakan adalah *purposive sampling*, dan teknik analisis data yang dipakai adalah regresi linier berganda. Hasil uji hipotesis pertama secara statistik menghasilkan ESOP berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Hasil uji hipotesis kedua secara statistik menghasilkan ESOP berpengaruh positif pada *return* saham. Hasil uji hipotesis ketiga secara statistik menghasilkan kinerja perusahaan berpengaruh positif pada *return* saham. Hasil uji hipotesis keempat secara statistik menghasilkan kinerja perusahaan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Kata Kunci: ESOP, Kinerja Perusahaan, Return Saham

ABSTRACT

ESOP is a compensation program that gives workers the opportunity to own shares of the company. The emergence of ESOP is based on an idea to align the interests of employees and principals, with the aim of reducing the conflict of interest between agents and principals. If the performance of workers increases then the company's performance also increases. From an investor's point of view, financial performance is an indication used to estimate the company's current conditions and future prospects. Rational investors not only consider the financial factors of the company, but also consider the characteristics of the company. Public companies that adopt ESOP in general. A control mechanism is needed to reduce the deviations in the implementation of the ESOP by the presence of institutional investors. The total sample as much as 34 company, with method is purposive sampling. The data analysis technique be use is multiple linier regression. First hypothesis testing results is ESOP have positive effect to company performance. The second hypothesis testing results show that ESOP have positive effect to stock returns. The third hypothesis testing results show that company performance have positive effect to stock returns. The fourth hypothesis testing result show that company performance partially have significant effect to stock returns.

Keywords: ESOP, Company Performace, Stock Returns

PENDAHULUAN

ESOP adalah program kompensasi yang memberikan peluang pada pekerja untuk dapat memiliki saham perusahaan. Munculnya ESOP didasari sebuah gagasan untuk menyejajarkan kepentingan karyawan (*agent*) dan para pemegang saham (*principal*), dengan tujuan untuk mengurangi konflik kepentingan antara *agent* dan *principal* (Bapepam, 2002). Dengan adanya ESOP, karyawan akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya karena karyawan tersebut merasa memiliki perusahaan. Jika kinerja pekerja meningkat maka kinerja perusahaan ikut meningkat juga. Adanya penelitian yang membuktikan bahwa pengadopsian ESOP dapat meningkatkan produktivitas sebesar 4-5%. Juga mencatat bahwa pendapatan perusahaan meningkat sebesar 3-6%, yaitu ketika produktivitas sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP diobservasi (Anwar & Baridwan, 2006).

Pandangan investor, kinerja keuangan merupakan indikasi yang digunakan untuk menaksir kondisi perusahaan di masa sekarang dan prospek perusahaan di masa depan. Apabila peningkatan kinerja keuangan perusahaan tersebut disebabkan oleh adanya kebijakan ESOP, maka kebijakan ESOP akan dipandang oleh investor sebagai faktor yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga pengumuman ESOP merupakan sebuah pengumuman yang memiliki kandungan informasi bagi investor. Bila pengumuman ESOP mengantongi kandungan informasi (*information content*), sehingga diinginkan pasar bereaksi saat pasar tersebut menerima waktu pengumuman. Reaksi pasar diperlihatkan dengan perubahan harga dan sekuntas. Juga mengetahui bahwa pasar bereaksi positif

secara kuat dan signifikan terhadap pengumuman ESOP (Davidson & Worrel, 1994).

Investor yang rasional tidak hanya mempertimbangkan faktor finansial perusahaan saja, tetapi ia juga mempertimbangkan karakteristik perusahaan. Perusahaan publik yang mengadopsi ESOP pada umumnya termasuk di dalam kelompok perusahaan yang berprofit tinggi (Conte *et.al*, 1996). Akan tetapi, hal tersebut belum menjamin bahwa tujuan pelaksanaan ESOP semata-mata untuk kemakmuran investor. Diperlukan suatu mekanisme pengendalian untuk mengurangi penyimpangan dalam pelaksanaan ESOP yaitu dengan adanya kepemilikan investor institusional. Dianggap *sophisticated investor* yang tidak mudah “dibodohi” oleh tindakan manager (dan atau karyawan), karena investor institusional bukan hanya memfokuskan diri pada keuntungan yang dilaporkan (*reported earning*), tetapi investor juga selektif dalam pemilihan prosedur akuntansi di perusahaan (Bushee, 1998).

Penelitian mengenai ESOP, kinerja perusahaan, dan *return* saham sudah pernah diteliti oleh peneliti-peneliti sebelumnya, tetapi peneliti-peneliti sebelumnya memiliki pandangan yang berbeda-beda tentang ESOP, kinerja perusahaan, dan *return* saham. Penelitian ini memiliki tujuan untuk mengetahui apakah ESOP berpengaruh pada kinerja perusahaan, apakah kinerja perusahaan mempengaruhi pada *return* saham, apakah ESOP mempengaruhi pada *return* saham, apakah ESOP mempengaruhi pada *return* saham melalui kinerja perusahaan sebagai variabel intervening.

Teori Keagenan ialah konsep yang memaparkan hubungan kerja antara *agent* (pengelola) dan pemilik perusahaan (*principal*), dimana hubungan tersebut diatur oleh sebuah kontrak untuk melakukan aktifitas perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Pengurusan suatu perusahaan kerap terjadi pertentangan kepentingan si pemilik perusahaan dengan agent. Konflik dalam relasi keagenan ini dapat disangkut pautkan pada *game theory*, yang menyatakan teori yang menginteraksikan dua atau lebih pemain (*player*) saat ditemukan keadaan ketidaktentuan dan informasi yang salah, dimana tiap pemain diandaikan mempunyai hasrat untuk memaksimalkan kegunaan keinginan (Scott, 2009:305). Saat langkah pemilik diprediksikan oleh *agent*, maka terjadi pertentangan yang mengakibatkan kepincangan kepemilikan informasi. Kondisi tersebut merupakan pelanggaran kontrak dalam hubungan keagenan akibat dari pemisahan kepemilikan dalam perusahaan, dengan demikian interaksi *principal* dan *agent* dalam permainan maksimalisasi manfaat (*expected utility*) dapat ditangkap dengan tepat ditangkap oleh *game theory*.

Pasar adalah efisien apabila harga-harga sekuritas terbentuk jika tiap orang memiliki informasi yang sama (Beaver, 1989). Definisi efisiensi pasar yang stasioner ini tidak memperhitungkan alokasi informasi yang tidak seimbang dan kecepatan proses alokasinya. Informasi tidak simetris atau asimetrik informasi adalah informasi rahasia yang cuma dimiliki investor-investor yang mendapat informasi saja. Asimetrik informasi mampu terbentuk di pasar modal (Jogiyanto, 2003). Oleh karena itu, munculah deskripsi efisiensi pasar yang beralaskan pada proses dinamis, yaitu deskripsi yang memperhitungkan pembagian informasi yang

tidak proporsional dan mendeskripsikan bagaimana harga-harga akan mengharmoniskan karena informasi tidak proporsional.

Bentuk efisiensi pasar dapat mengkaji dari dua perspetik, yaitu: perspektif informasi dan persepektif pengambilan keputusan. Sudut pandang informasi mempelajari efisiensi pasar dari ketersediaan informasi bagi para pelaku pasar. Sedangkan sudut pandang pengambilan kesimpulan mempelajari efisiensi pasar dari kemodernan pelaku pasar dalam pengambilan kesimpulan dari informasi yang tersaji (Jogiyanto, 2003).

Signalling theory berpangkal atas teori akuntansi pragmatik yang memfokuskan perhatiannya pada pengaruh informasi kepada peralihan perilaku pengguna informasi. Konsep manfaat informasi sebagai suatu catatan atau kejadian dikatakan memuat informasi jika pesan tersebut menyebabkan peralihan kepercayaan penerima (pasar modal) dan menyebabkan reaksi tertentu (Lev, 1989). Jika reaksi tersebut dapat dipercayai sebagai dampak informasi dalam pesan tersebut, bisa dikatakan informasi tersebut berguna. Dalam hal ini, peralihan harga atau volume saham yang diamati menyerahkan bukti adanya kebergunaan informasi.

ESOP ialah program kepemilikan saham perusahaan oleh pekerja. Munculnya *Employee Stock Option Plan* dilatarbelakangi oleh bentuk kapitalisasi akan menjelma lebih kuat jika karyawan diikutsertakan dalam kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian, hubungan hukum antara pegawai dengan perusahaan tidak terbatas pada hubungan perburuhan, sedangkan pegawai juga sekaligus pemilik perusahaan (Louis Kelso, 1986).

Para investor termotivasi untuk melaksanakan investasi salah satunya ialah dengan membeli saham perusahaan dengan keinginan untuk mendapatkan keuntungan investasi yang sesuai dengan apa yang sudah diinvestasikannya. *Return* mencorakann hasil yang didapati dari penanaman modal atau tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas sesuatu investasi yang dilaksanakannya (Jogiyanto,2010:107). Dengan minus keuntungan yang didapati dari sesuatu investasi yang dilaksanakannya, tentunya si penanam modal tak mau melalukan investasi yang tak ada buahnya. Tiap berinvestasi, baik jangka pendek ataupun jangka panjang memiliki tujuan utama ialah menghasilkan keuntungan yang disebut *return*, baik secara langsung ataupun tak langsung. Mendefinisikan *return* sebagai jenjang keuntungan yang dinikmati investor atas sesuatu penanaman modal yang dilaksanakannya (Ang, 1997). Menginterpretasikan *return* seperti suatu variabel yang timbul dari perubahan harga saham, dampak adanya informasi baru yang mengakibatkan reaksi dari investor. Dibagi menjadi dua jenis, ialah *realized return* dan *expected return* (Suardana, 2009).

Beralaskan uraian diatas, maka didapatkan beberapa hipotesis penelitian, yaitu sebagai berikut:

H₁ : ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan

H₂ : ESOP berpengaruh positif terhadap *return* saham

H₃ : Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham

H₄ : Terdapat hubungan kinerja perusahaan memediasi pengaruh antara ESOP terhadap *return* saham

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilaksanakan pada perusahaan yang menerapkan ESOP dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mengakses situs resminya www.idx.co.id serta *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) beserta website www.icmd.com. Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang menerapkan ESOP dan melakukan penerbitan pengumuman ESOP selama periode pengamatan yaitu 1 Januari 2012 sampai dengan 31 Desember 2014. Metode yang digunakan dalam pengumpulan data adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah metode di mana peneliti mencatat kembali data-data yang diperlukan dalam penelitian dari asal muasal-asal muasal yang tersedia.

Data yang dipakai pada penelitian ini termasuk data sekunder berupa harga saham harian, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) harian, persentase pemegang saham, dan tanggal pengumuman ESOP. Data mengenai perusahaan yang mengumumkan ESOPs pertama kalinya diperoleh dari www.bapepam.go.id dan kemudian disesuaikan dengan informasi dari JSX Statistics. Data harga saham dan IHSG harian diperoleh dari www.finance.yahoo.com. Data mengenai persentase kepemilikan institusional bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik. Penelitian ini menggunakan teknik *path analysis* (analisis jalur). Analisis jalur merupakan alat analisis untuk menaksir hubungan klausalitas antar variabel yang berjenjang secara teori. Analisis jalur

menggambarkan pola hubungan pengaruh seperangkat variabel terhadap variabel lainnya, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui variabel lain sebagai variabel intervening.

Menurut Sugiyono (2010:58) variabel adalah suatu atribut, sifat, nilai dari seseorang dengan variasi kegiatan spesifik yang dikonsistenkan oleh peneliti untuk dipelajari akhirnya menarik suatu kesimpulan. Adapun variabel-variabel yang dipakai dalam penelitian ini.

Variabel Bebas (*independent variabel*) ialah variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab berubah atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2010:59). Variabel bebas dalam penelitian ini ialah pengumuman ESOP (X1).

Variabel terikat (*dependent variabel*) ialah variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2010:59). Variabel terikat dalam penelitian ini ialah *return* saham (Y).

Variabel mediasi atau variabel intervening adalah variabel yang secara teoritis mempengaruhi hubungan antara variabel independen dengan dependen yang terletak diantara variabel tersebut, sehingga variabel independen tidak langsung mempengaruhi berubahnya atau timbulnya variabel tersebut (Sugiyono, 2010:61). Variabel mediasi atau variabel intervening dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan (X2).

Definisi operasional variabel adalah suatu definisi yang memberikan penjelasan terhadap semua variabel. Beralandaskan identifikasi kepada variabel-variabel yang dipakai, untuk mengelakan kecacatan dalam menginterpretasikan

variabel yang diteliti dan untuk mengurangi permasalahan pada penelitian, beserta diterangkan definisi operasional tiap-tiap variabel.

Setiap penanam modal yang menentukan bakal menginvestasikan dananya di suatu perusahaan maka ia bakal menginginkan adanya imbalan akan investasinya. *Return* membentuk hasil yang didapati dari investasi atau tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilaksanakannya (Jogiyanto, 2010:107). Penelitian ini menggunakan *return* saham periode tahun saat pengumuman ESOP, dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

P_t = Harga saham i pada waktu t

P_{t-1} = Harga saham i pada waktu t-1

Dimana untuk P_t dalam penelitian ini menggunakan proksi nilai wajar atau fair value setelah tahun pengumuman ESOP dan untuk P_{t-1} menggunakan harga eksekusi pada tahun pengumuman ESOP sebagai proksi.

Variabel pengumuman ESOP dalam penelitian ini menggunakan proporsi opsi saham, yang diperoleh dengan membedakan total opsi saham pada saat pengumuman ESOP dengan keseluruhan jumlah saham yang dimiliki perusahaan. Besar atau kecil jumlah opsi saham yang dilakukan akan tercermin dari nilai proporsi opsi saham di tahun pengumuman ESOP perusahaan yang bersangkutan. Setelah diketahui nilai dari proporsi opsi saham pada masing-masing perusahaan di tahun pengumuman, maka nilai tersebut akan dijadikan acuan oleh peneliti

untuk menguji pengaruh pengumuman ESOP pada kinerja perusahaan dan *return* saham. Rumus untuk proporsi opsi saham yaitu:

$$\text{Proporsi Opsi Saham} = \frac{\text{Jumlah Opsi Saham}}{\text{Keseluruhan Jumlah Saham yang dimiliki perusahaan}} \dots\dots\dots(2)$$

Kinerja perusahaan dalam penelitian ini akan diukur mengaplikasikan salah satu rasio profitabilitas ialah *Return on Asset* (ROA). Didalam penjabaran laporan keuangan, nalar ini sangat kerap diperhatikan karena sanggup memperlihatkan keberhasilan perusahaan menciptakan keuntungan. ROA sanggup menghitung kemampuan perusahaan menciptakan keuntungan pada masa lalu untuk kemudian diproyeksikan di masa yang akan datang. Mengukur kinerja dengan ROA menunjukkan kesanggupan dari modal yang akan diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menciptakan laba. Menurut Riyanto (2001) ROA ialah rasio keuntungan bersih pajak yang juga merupakan suatu ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pembayaran kembali dari aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Semakin tinggi nilai ROA maka menunjukkan semakin efisien perusahaan tertera dapat mengatur kekayaan yang dipunyai (manajemen aset). Begitu juga sebaliknya jika nilai ROA rendah sehingga manajemen aset perusahaan tertera dikatakan kurang efisien. Dalam penelitian ini dimohonkan ROA perusahaan semakin meningkat dengan adanya opsi saham kepada karyawan. Karyawan yang merasa memiliki perusahaan cenderung bekerja seefektif dan seefisien mungkin. Rumus yang digunakan untuk mengukur ROA adalah sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}} \times 100\% \dots\dots\dots(3)$$

Populasi dalam penelitian ini ialah perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi yang dijadikan sampel ialah yang telah memenuhi syarat tertentu menurut peneliti (*purposive sampling*). Berikut ini adalah kriteria yang digunakan untuk memilih sampel.

Perusahaan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia dalam periode 1 Januari 2012 sampai dengan 31 Desember 2014. Perusahaan mengumumkan ESOP dalam periode 1 Januari 2012 sampai dengan 31 Desember 2014. Perusahaan mengumumkan ESOP tetapi tidak mengeluarkan kebijakan lain yang dapat mempengaruhi harga saham (seperti *stock split*, *reverse stock* dan pembagian dividen) pada hari di sekitar tanggal pengumuman ESOP.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Objek yang diteliti dalam penelitian ini ialah pengaruh jumlah opsi saham pada saat pengumuman ESOP pada kinerja perusahaan dan implikasinya pada *return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengamatan penelitian dilakukan pada perusahaan yang mengadopsi ESOP pada rentang waktu pengamatan yaitu tahun 2012-2014. Penelitian ini menggunakan pendekatan cross sectional yaitu hanya meneliti pada waktu tertentu saja. Waktu pengamatan yang dipilih oleh peneliti yaitu pada tahun pengumuman ESOP. Pengambilan sampel pada penelitian ini memakai metode *non probability* dengan teknik *purposive sampling* ialah dengan menggunakan ketentuan tertentu untuk pengambilan sampel.

Statistik deskriptif dalam penelitian ini disajikan untuk memberikan informasi mengenai karakteristik variabel-variabel penelitian, yaitu penggambaran menyinggung nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan nilai standar deviasi dari masing-masing variabel. Berikut disuguhkan hasil dari statistik deskriptif.

Tabel 1.
Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pengumuman ESOP	34	0	0,36	0,0672	0,08965
Kinerja Perusahaan	34	-0,05	0,19	0,0380	0,04410
<i>Return</i> Saham	34	-0,17	0,91	0,2058	0,27392
Valid N (listwise)	34				

Sumber: Lampiran 3

Pada hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel pengumuman ESOP (X1) pada perusahaan yang mengadopsi ESOP di BEI memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0672 dengan standar deviasi 0,0896. Pengumuman *Employee Stock Option Plan* tertinggi yaitu sebesar 0,36 dan terendah yaitu 0.

Variabel Kinerja Perusahaan (X2) pada perusahaan yang mengadopsi ESOP di BEI memiliki nilai rata-rata sebesar 0,038 dengan standar deviasi 0,0441. Kinerja perusahaan tertinggi yaitu sebesar 0,19 dan terendah yaitu -0,05. Variabel *Return* Saham (Y) pada perusahaan yang mengadopsi ESOP di BEI memiliki nilai rata-rata sebesar 0,2058 dengan standar deviasi 0,2739. *Return* saham tertinggi yaitu sebesar 0,91 dan terendah yaitu -0,17.

Sebelum dijabarkan dengan teknik analisis regresi linier berganda, model persamaan regresi linier berganda wajib melewati uji asumsi klasik. Berikut hitungan dari uji asumsi klasik yang di olah dengan program *Statistical Product and Service Solutions* atau yang biasa dikenal dengan SPSS.

Uji normalitas bermaksud mendapat mengevaluasi apakah residual atau variabel pengganggu dari model regresi yang dikerjakan berdistribusi secara normal ataupun tidak. Uji normalitas bisa dilaksanakan dengan memakai uji *Kolmogorov-Smirnov*. Jika signifikansi dari nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari $\alpha = 0,05$ sehingga data itu berdistribusi secara normal.

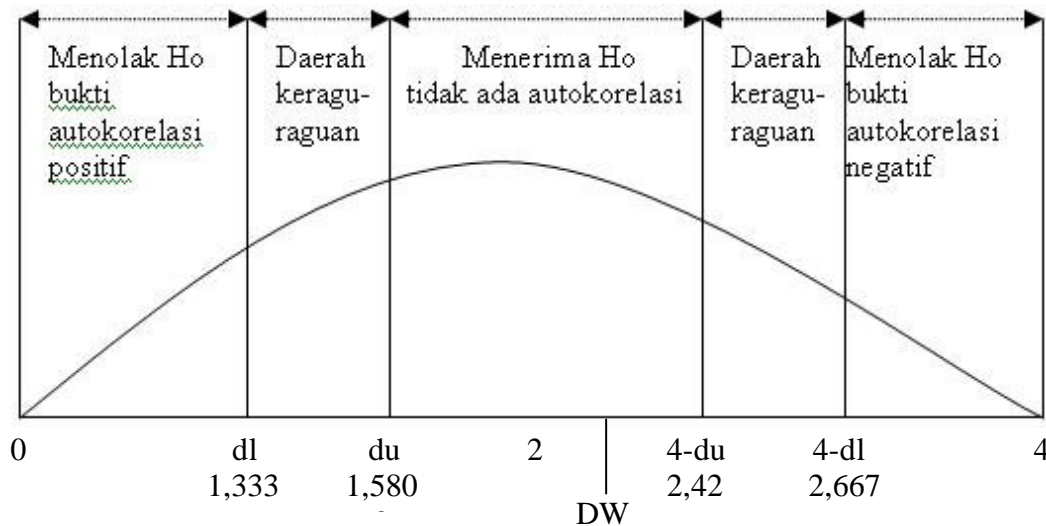
Berdasarkan Tabel 2 hasil uji *Kolmogorov-Smirnov* nilai signifikansinya sebesar 0,168 sehingga bisa ditarik simpulan maka data residual ddistribusi normal akibat signifikansi nilai *Asym. Sig. (2-tailed)* lebih lewat dari 0,05.

Uji multikolinieritas bermaksud untuk menganalisa apakah di dalam model regresi terdapat adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik semestinya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Suatu model regresi dapat dikatakan baik jika tidak terjadi multikolinieritas di dalamnya. Model regresi yang berdikari dari multikolinieritas ialah yang mempunyai nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) tak melebihi dari 10 dan memiliki digit *tolerance* lewat dari 10%.

Berdasarkan hasil uji yang dilakukan, nilai *tolerance* variabel berdikari lewat dari 10% atau 0,1 dimana jumlah *tolerance* dari pengumuman *Employee Stock Option Plan* (ESOP) dan kinerja perusahaan masing- masing bernilai 0,852. Nilai VIF kurang dari 10 dimana nilai VIF pengumuman *Employee Stock Option Plan* (ESOP) dan kinerja perusahaan masing-masing sebesar 1,174. Dengan begitu bisa ditarik kesimpulan tak terjadi multikolinieritas antara variabel bebas dalam penelitian ini.

Uji autokorelasi dilaksanakan untuk memahami terdapatnya korelasi antar data pada masa sebelum (L1) dengan data sesudah (T1). Model percobaan yang baik ialah terlepas autokorelasi. Identifikasi adanya autokorelasi atas model regresi di pemeriksaan ini dilaksanakan dengan memakai pengujian kepada nilai uji Durbin-Watson (DW).

Hasil dari uji autokorelasi variabel yang diseksama mempunyai nilai DW sejumlah 2,296. Atas jumlah data (n) = 34 dan jumlah variabel bebas (k) = 2 beserta $\alpha = 5\%$ didapat angka $d_l = 1,333$ dan $d_u = 1,580$. Lantaran DW sebesar 2,296 terletak antara batas atas (d_u) dan $(4 - d_u)$, sehingga bisa dijelaskan atas model regresi ini tak terdapat autokorelasi.

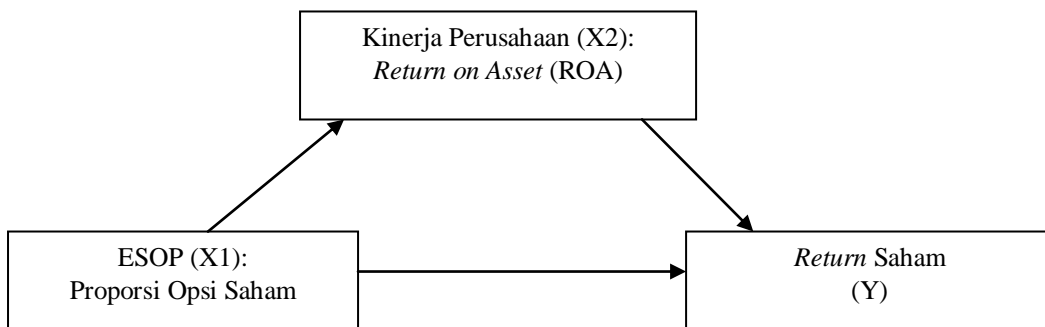


Gambar 1.
Kurva Uji Autokorelasi

Uji heterokedastisitas dilaksanakan untuk memahami apakah paham model regresi terjalin ketiadaan varian. Pengujian ini bisa dipenjabaran melewati uji Glesjer atas memperhatikan tingkat signifikansi, kalau tingkat signifikansi

terdapat di atas 0,05 sehingga model regresi ini independen dari kasus heterokedastisitas.

Hasil uji yang dilakukan, tingkat relevansi tampak di atas 0,05 dimana nilai signifikansi pengumuman ESOP sebesar 0,090, dan kinerja perusahaan sebesar 0,245. Dengan demikian bisa disebutkan bahwa dalam model regresi ini tidak terdapat heterokedastisitas. Dalam menguji data atas penelitian ini memakai analisis jalur (*path analysis*) untuk menganalisis bentuk hubungan yang mengutarakan akibat seperangkat variabel akan variabel lain, baik itu berpengaruh langsung ataupun berpengaruh tak langsung. Pengujian ini dilaksanakan lewat tingkatan sebagai berikut. Merancang model berdasarkan teori, hubungan antara variabel bisa dibangun model dalam rangka gambar seperti berikut ini.



Gambar 2.
Model Jalur Hubungan Variabel *Employee Stock Option Plan* pada Kinerja Perusahaan dan Implikasinya pada *Return Saham*

Model tersebut juga dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan, sehingga membentuk sistem persamaan sebagai berikut.

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon_2 \dots\dots\dots 4)$$

Pemeriksaan asumsi bisa dilihat dengan struktur model teoritis yang sudah dibentuk dengan memperhatikan kerangka hubungan antar variabel ialah linier,

ialah mekanisme arus ke satu jurusan, dimana ikatan antara ϵ_1 silih tak terikat begitu serta ikatan sekitar ϵ_1 dengan variabel x silih tak terikat, dan tak ada variabel *endogen* yang memiliki pengaruh hilir mudik.

gagasan parameter atau perhitungan koefisien *path*, untuk memeriksa jurusan ini, pengaruh langsung dikatakan dengan koefisien β_1 , sementara pengaruh tak langsung dan pengaruh total ditaksir dengan perhitungan berbeda. Bagi gagasan tolok ukur dilaksanakan dengan analisis regresi melalui *software SPSS 16.0 for Windows*, perolehan perhitungannya seperti ini.

Substruktur 1:

$$X_2 = \beta_2 X_1 + \epsilon_1 \dots\dots\dots(5)$$

$$X_2 = 0,385 X_1 + \epsilon_1$$

Dari perolehan perhitungan pada pemeriksaan data, menghasilkan perolehan sebagai berikut.

Tabel 2.
Coefficient Substruktur 1

Model	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	t	Sig.
	B	Std.Error	Beta		
1 (Constant)	0,025	0,009		2,835	0,008
Pengumuman ESOP	0,189	0,080	0,385	2,375	0,025

a. Dependent Variable: Kinerja Perusahaan

Sumber: Lampiran 5

Substruktur 2 :

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \epsilon_2 \dots\dots\dots(6)$$

$$Y = 0,170 X_1 + 0,021 X_2 + \epsilon_2$$

Hasil kalkulasi pada pengujian data diperoleh hasil seperti ini.

Tabel 3.
Coefficient Substruktur 2

Model	Unstandarized Coefficient		Standarized Coefficient	t	Sig.
	B	Std.Error	Beta		
1 (Constant)	0,210	0,070		3,020	0,005
Pengumuman ESOP	0,475	0,547	0,170	0,868	0,039
Kinerja Perusahaan	0,144	1,318	0,021	0,109	0,014

a. Dependent Variable: *Return Saham*

Sumber: *Lampiran 5*

Bentuk substruktur 1 dan substruktur 2 sehingga bisa disusun model diagram jalur akhir. Terlebih dahulu hitung nilai standar errornya, untuk dapat menyusun model diagram jalur akhir.

Substruktur 1

$$\text{Pengaruh error } (Pe_i) = \sqrt{1 - R_i^2} \dots\dots\dots(7)$$

$$Pe_1 = \sqrt{1 - R_1^2}$$

$$Pe_1 = \sqrt{1 - 0,148} = \sqrt{0,852} = 0,923$$

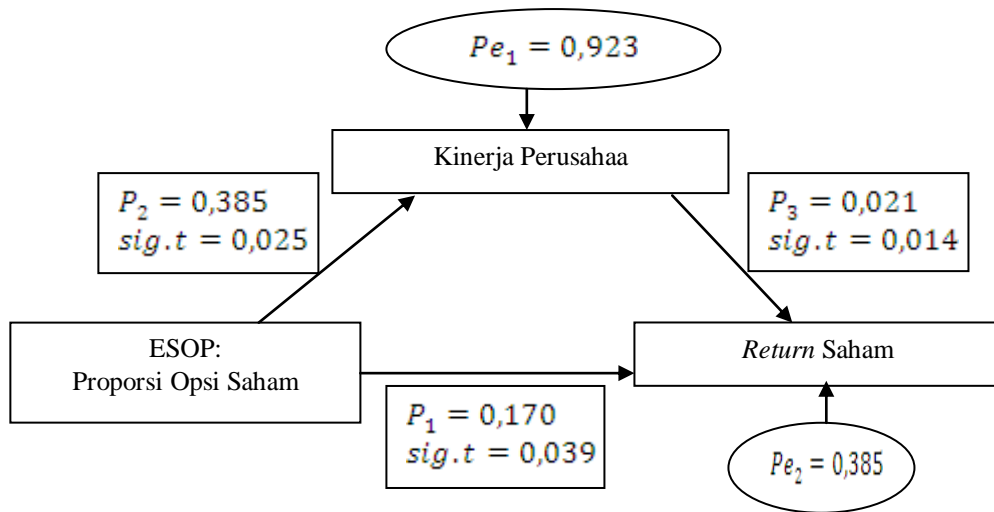
Substruktur 2

$$\text{Pengaruh error } (Pe_i) = \sqrt{1 - R_i^2} \dots\dots\dots(8)$$

$$Pe_2 = \sqrt{1 - R_2^2}$$

$$Pe_2 = \sqrt{1 - 0,852} = \sqrt{0,148} = 0,385$$

Apabila disajikan dalam bentuk model jalur, hingga nilai koefisien *path* dan nilai standar errornya mau terlihat seperti gambar 3.



Gambar 3.
Validasi Model Diagram Jalur Akhir

Berlandaskan diagram jalur atas Gambar 1, alikisah bisa dihitung besarnya pengaruh langsung dan pengaruh tak langsung bersama pengaruh total antar variabel. Perhitungkan pengaruh antar variabel dirangkul dalam Tabel 4 sebagai berikut.

Tabel 4.
Pengaruh Langsung dan Tak Langsung Dengan Pengaruh Total ESOP, Kinerja Perusahaan, dan Return Saham

Pengaruh Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tak	
		Langsung (Melewati Kinerja Perusahaan) (P2 x P3)	Pengaruh Total (P1 + (P2 x P3))
ESOP – Kinerja	P2 = 0,385	-	0,385
Kinerja – Return	P3 = 0,021	-	0,021
ESOP - Return	P1 = 0,170	0,008	0,178

Sumber : Lampiran 5

Terdapat dua indikasi guna melangsungkan pengamatan validitas model, adalah koefisien determinasi total dan *theory trimming*. Hitungannya bisa disuguhkan seperti di bawah ini.

Hasil koefisien determinasi total :

$$R_m^2 = 1 - (Pe_1)^2 (Pe_2)^2 \dots\dots\dots(9)$$

$$R_m^2 = 1 - (0,923)^2 (0,385)^2$$

$$R_m^2 = 1 - 0,126 = 0,874$$

Yang berarti, keanekaragaman data yang bisa diterangkan oleh model sebesar 87,40 % atau atas istilah berbeda informasi yang tertanam di bobot data sebesar 87,40 % bisa diterangkan dengan model, sebaliknya sisanya yaitu 12,60 % diterangkan dengan variabel lain dan *error*.

Pendekatan ini dilaksanakan atas menyingkirkan alur-alur yang tak signifikan untuk mendapatkan pola yang sungguh-sungguh dibantu sama data empirik. Pengujian validasi pada tiap jalur bagi pengaruh langsung ialah sama dengan regresi, memakai nilai *p_value* dari uji t ialah pemeriksaan koefisien regresi variabel dipatokan secara parsial dengan nilai X1 terhadap X2 adalah 2,357 nilai *sig.* 0.025, sedangkan X2 terhadap Y adalah 0,109 dengan nilai *sig.* 0,014, X1 terhadap Y sebesar 0,868 dengan nilai *sig.* 0,039. Dari analisis diperhatikan maka kesemua nilai *p_value* (*sig.t*) < 0,05 atas begitu kesemua jalur yang ada atas model ialah signifikan.

Berdasarkan tabel 2 di atas, dapat diperoleh hasil bahwa ESOP pada nilai signifikansi sebesar 0,025 yang artinya lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Terdapat pengaruh positif pengumuman *Employee Stock Option Plan* pada Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian juga memperlihatkan bahwa dua variabel tersebut mempunyai nilai *beta* pada *standardized coefficient* sebesar 0,385 yang menunjukkan ke arah pengaruh bersifat positif dan nilai *sig.t* sebesar 0,025 yang lebih kecil dari *sig.* 0,05 sehingga

ditemui pengaruh yang signifikan diantara dua variabel. Jadi semakin besar jumlah ESOP maka kinerja perusahaan juga meningkat. Bahwa hipotesis 1 yang mengatakan bahwa pengumuman *Employee Stock Option Plan* berpengaruh positif pada kinerja perusahaan di BEI, diterima.

Berdasarkan tabel 3 di atas, dapat diperoleh hasil bahwa ESOP pada nilai signifikansi sebesar 0,039 yang artinya lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Terdapat pengaruh positif pengumuman *Employee Stock Option Plan* atas *Return Saham* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian juga memperlihatkan bahwa dua variabel tersebut mempunyai nilai *beta* pada *standardized coefficient* sebesar 0,170 yang menunjukkan bahwa arah pengaruh bersifat positif dan nilai *sig.t* sebesar 0,033 lebih kecil dari *sig.* 0,05 jadi mendapatkan pengaruh signifikan diantara dua variabel. Jadi semakin besar jumlah ESOP maka *return* saham juga meningkat. Maka hipotesis 2 yang menyatakan bahwa pengumuman ESOP berpengaruh positif pada *return* saham, diterima.

Berdasarkan tabel 3 di atas, dapat diperoleh hasil bahwa kinerja perusahaan pada nilai signifikansi sebesar 0,014 yang artinya lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Terdapat pengaruh positif kinerja perusahaan pada *return* saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa dua variabel tersebut mempunyai nilai *beta* pada *standardized coefficient* sebesar 0,021 menunjukkan bahwa mengarah pada pengaruh bersifat positif dan nilai *sig.t* sebesar 0,014 lebih kecil dari *sig.* 0,05 jadi mendapatkan pengaruh signifikan diantara dua variabel. Jadi semakin meningkat kinerja perusahaan maka

return saham juga semakin meningkat. Maka hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif pada *return* saham, diterima.

Berdasarkan hasil perhitungan tabel 4 di atas, mendapatkan nilai koefisien pengaruh tak langsung sebesar 0,008, dikalkulasikan dari $0,385 \times 0,021$, dan nilai koefisien pengaruh langsung, sebesar 0,170, maka membuat pengaruh langsung akan memberikan efek yang kecil dari pengaruh tidak langsung ($P_1 > (P_2 \times P_3)$) yaitu ($0,170 > 0,008$), sehingga kinerja perusahaan tidak memediasi pengaruh antara ESOP dengan *return* saham perusahaan, dan terjadi mediasi parsial dalam penelitian ini, karena variabel bebas (ESOP) masih berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (*return* saham), tetapi nilai signifikansinya mengalami penurunan. Kinerja perusahaan tidak memediasi pengaruh antara pengumuman ESOP terhadap *return* saham perusahaan karena nilai pengaruh langsung sebesar 0,170 lebih besar dari pengaruh tidak langsung sebesar 0,008, dan terjadi mediasi parsial dalam penelitian ini, karena variabel bebas (pengumuman *Employee Stock Option Plan*) berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (*return* saham), tetapi nilai signifikansinya mengalami penurunan.

SIMPULAN

Kesimpulan yang diperoleh dari hasil penelitian ini adalah pengaruh ESOP terhadap kinerja perusahaan dan *return* saham bereaksi positif. Sehingga program *Employee Stock Option Plan* sangat diperlukan untuk perusahaan-perusahaan yang ingin meningkatkan kinerja perusahaannya. Terbukti bahwa program *Employee Stock Option Plan* ini dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Program

Employee Stock Option Plan ini juga dapat meningkatkan daya saing perusahaannya di BEI.

Saran yang bisa diberikan berlandaskan hasil penelitian yang dilakukan adalah diharapkan program *Employee Stock Option Plan* dapat diterapkan di perusahaan, agar dapat meningkatkan kinerjanya dan penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel mediasi lagi untuk menunjang kompleksitas penelitian.

REFERENSI

- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Anwar, Azwar dan Zaki Baridwan. 2006, "Effect of Employee Stock Option Plans (ESOPs) to Performance and Firm Value : Empirical Study at JSX", Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang
- Astika, Ida Bagus Putra. 2005. Manfaat dan Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Pengadopsian Program Opsi Saham pada Perusahaan Publik yang Listing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 2(2): h: 58-67.
- _____. 2011. *Konsep-Konsep Dasar Akuntansi Keuangan*. Bali: Udayana University Press.
- Asyik, Nur Fadjarah. 2010. Dampak Struktur Modal pada Sensitivitas Penerapan Kompensasi Program Opsi Saham Karyawan terhadap Kinerja. Dalam *Ekuitas*, 14(2): h: 1-21.
- Bacha, Ismath Obiyathulla, Syarifah Raihan Syed, Mohd Zain, Mohd Eskandar Shah, Mohd Rasid, Azhar Mohamad. 2009. Granting Employee Stock Option (ESOs), Market Reaction and Financial Performance. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 5(1): pp:117-138.
- Bapepam. 2002. Tim Studi Penerapan ESOP. Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia.
- Bodie, et al.2005. *Investments*. 6th Edition. New York : McGraw-Hill

- Borstadt, Lisa F, dan Thomas J, Zwirlein. 1995. ESOPS in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 8(1): pp: 1-15.
- Brenner, M., R.K Sundaram dan D. Yermark. 2000. Altering the Term of Executive Stock Option. *Journal of Financial Economics*. 57: pp: 103-128.
- Bushee, Brian J. 1998. The Accounting Review. *The influence of Institutional Investors on Myopic R & D Investment Behaviour*. 73: pp: 3.
- Chang, S. 1990. Financial Management. *Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth; An Empirical Investigation*. Vol 19: pp: 48-58.
- Conte, et.al. 1996. Financial Analysts Journal. *Financial Return on Public ESOP Companies: Investor Effects vs. Manager Effects*. pp: 51 – 61.
- Darmadji, Tjiptono dan Heady M. Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Ding, David K dan Qian Sun. 2000. Causes and Effect of ESOPs: Evidence from Singapore. *Dalam Draft dari Nanyang University*.
- Elizabeth. 2000. Hubungan Laba Akuntansi dan Arus Kas terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi*, 6(2): h: 76-85.
- Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana Denpasar. 2015. *Pedoman Penulisan Usulan Penelitian dan Pengujian Skripsi*. Edisi Revisi, Denpasar: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana..
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20 Edisi 6*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. AMP Yogyakarta YKPN.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2002. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta; Penerbit Salemba Empat.
- J. Rayianto. 2001. *Produktivitas dan Pengukuran*. Jakarta: Binaman Aksara.
- Jensen, Michael C. dan Meckling, William H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance and Economics*. 3(4): pp: 305-360.
- Jogiyanto. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Jones, Charles P. 1996. *Investments : Analysis and Management*. Canada : John Wiley and Sons, Inc.

- Kelso, Louis & Patricia Hetter. 1986. *Democracy and Economic Power: Extending the ESOP Revolution Through Binary Economics*. Ballinger Publishing Co., Cambridge
- Klein, Katherine J. 1987. Employee Stock Ownership and Employment Attitudes: *A Test of Three Models*. *Journal of Applied Psychology Monograph*, 72(2).
- Mchugh, Patrick, Joel Cutcher-G, Diane L, B. 2005. Examining Structure and Process in ESOP Firm. *Personal Review*. 34(3).
- Midiastuty. Pratana dan Mas'ud Machfoedz. 2003. Simposium Nasional Akuntansi VI. *Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba*.
- Munawir, S. 2004. *Analisis Laporan keuangan Edisi ke 4*. Yogyakarta: Liberty.
- Panggabean, Mutiara S. 2002. *Manajemen Sumber Daya Manusia*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Poormina, Nithya Kala, Vidya Kala. 2013. Impact of Employee Stock Option on Firm Performance. *Global Research Analysis*, 2(8): pp: 110-112.
- Schulmaa, Charles C. 2002. Employee Stock Ownership Plans: *Party Journal of Pension, Planning & Compliance*. pp: 63-118.
- Sekaran, Uma. 2000. *Research Method for Business*. New York : John Wiley & Sons Inc.
- Sinungan, Muchdarsyah. 2003. *Produktivitas Apa dan Bagaimana*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Solimun, Dr.M.S. 2002. *Structural Equation Modeling (SEM) Lisrael dan Amos*. Fakultas MIPA, Universitas Brawijaya, Malang.
- Sugiyono, 2010. *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan ke 15. Bandung: Alfabeta.
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP Akademi Manajemen Perusahaan YK.PN.
- Suparmun, Haryo, dan Handy N. 2006. *Options Strategies: Panduan Praktis Berinvestasi di Pasar Modal*. Jakarta: Cisera Publishing.
- Tambotoh, J.J. & Sunarto, H. 2001. Pengujian Efisiensi Bentuk Lemah Pasar Modal pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995-1997. *Dian Ekonomi*, VII(2).
- Telaumbauna, F.F. 2000. Opsi Saham Karyawan. *Bisnis Indonesia*, 29 Mei 2000.

Utama, Suyana. 2012. *Buku Ajar Aplikasi Analisis Kuantitatif Edisi Ketiga*. Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.

Wafatdahwan. 2002. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan Sebuah Perspektif Theory Agency*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 5, No. 1.

Wiagustini, Ni Luh Putu. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Bali: Udayana University Press.

Wiratma Tomy, Rudy Surya K. 2010. Analisis Pengaruh ESOP (Employee Stock Ownership Program) terhadap Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *ISSN 1411-1497 Prestasi*, 6(1).