

## Pengaruh Pemberian *Employee Stock Option Program* Terhadap Kinerja Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Moderasi

Gita Apsari Dewi<sup>1</sup>  
Gayatri<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
email:gitaapsari19@gmail.com/Telp: +62 82237802274

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

### ABSTRAK

Kinerja perusahaan merupakan aspek penting yang dilihat oleh para investor. Adanya *Employee Stock Option Program* dapat meningkatkan rasa memiliki karyawan sehingga berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Perusahaan memerlukan tambahan dana dari kreditor yaitu struktur modal. Hal ini dapat berpengaruh pada pemberian *Employee Stock Option Program*. Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh struktur modal dalam memoderasi pemberian *Employee Stock Option Program* terhadap kinerja perusahaan. Sampel yang digunakan sebanyak 66 pengamatan. Metode penentuan sampel menggunakan *purposive sampling*. Teknik analisis data menggunakan *Moderated Regression Analysis*. Hasil penelitian menunjukkan struktur modal mampu memoderasi pemberian *Employee Stock Option Program* terhadap kinerja perusahaan.

**Kata Kunci:** *Employee stock option*, program, kinerja perusahaan, struktur modal.

### ABSTRACT

*Company performance is an important aspect seen by investors. The existence of the Employee Stock Option Program can enhance employees's sense of belonging, which has an impact on improving the company's performance. The company needs additional funds from the creditor that is the capital structure. This may affect the giving of the Employee Stock Option Program. This study aims to obtain empirical evidence on the influence of capital structure in moderating the giving of Employee Stock Option Program to company performance. The sample used were 66 observations. The method of determining the sample using purposive sampling. Data analysis technique using Moderated Regression Analysis. The results showed that the capital structure was able to moderate the giving of Employee Stock Option Program to the performance of the company.*

**Keywords:** *Employee stock option*, program, company performance, capital structure.

## **PENDAHULUAN**

Kinerja perusahaan merupakan aspek penting yang dilihat oleh para investor. Investor yang ingin menanamkan sahamnya seringkali melihat kinerja perusahaan sebagai pertimbangan dalam memutuskan dana yang diinvestasikan. Apabila kinerja perusahaan dilihat buruk maka investor enggan untuk menginvestasikan dananya. Pemilik perusahaan mendelegasikan wewenang mengelola perusahaan kepada karyawannya. Para manajer dan karyawan menyelesaikan tugas sesuai dengan target yang diberikan oleh pemilik. Dengan pesaing dan lingkungan bisnis yang semakin kompleks dan kompetitif, para manajer diharapkan dapat bersaing dengan pesaing sejenis lainnya. Namun, apabila manajer tidak dapat memenuhi target yang diberikan maka dapat memunculkan tindakan untuk memanipulasi laporan keuangan. Hal ini sesuai dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi pemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976).

Konflik yang terjadi antara prinsipal dengan agen disebabkan ketimpangan informasi diantara keduanya. Hal ini menyebabkan terjadinya masalah keagenan dimana terjadi konflik kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajemen. Konflik yang terjadi antara pemilik dan manajemen dapat diatasi dengan mensejajarkan kepentingan yang terkait. Dengan menempatkan manajer dan karyawan perusahaan sebagai agendan juga prinsipal, diharapkan mereka lebih mengutamakan kepentingan perusahaan. Selain itu, mereka dapat merasakan langsung dari setiap keputusan yang diambil dan menanggung konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Karyawan merupakan aset perusahaan yang

sangat penting, kontribusi mereka diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Dalam mengapresiasi atas pencapaian mereka, pemilik perusahaan seringkali memberikan penghargaan (*reward*) sebagai bentuk apresiasi atas usaha yang dilakukan.

*Employee Stock Option Program*(ESOP) merupakan program kepemilikan karyawan atas saham perusahaan yang diharapkan dapat meningkatkan rasa memiliki dari karyawan tersebut (Herdinata, 2012). Program ESOP diatur dalam PSAK Nomor 53 yang berlaku efektif sejak 1 Januari 2017 (IAI, 2016). Program kepemilikan saham oleh karyawan dibagi menjadi beberapa bentuk, antara lain pembelian saham perusahaan, pemberian saham dalam bentuk bonus, pemberian opsi saham karyawan (Astika, 2012). Tim Studi Penerapan ESOP-Bapepam (2010), penyelenggaraan ESOP memiliki beberapa tujuan, sebagai berikut: *pertama*, memberikan penghargaan (*reward*) kepada karyawan atas kontribusi yang diberikan; *kedua*, menciptakan keselarasan kepentingan antara pihak karyawan dan pihak pemegang saham; *ketiga*, meningkatkan motivasi karyawan, menarik dan mempertahankan karyawan kunci dari perusahaan; *keempat*, sebagai sarana bagi sumber daya manusia dalam mendukung keberhasilan implementasi strategi bisnis perusahaan jangka panjang.

ESOP memberikan hak bagi karyawan untuk memiliki saham perusahaan. Opsi ini dapat dibeli sesuai dengan harga dan masa jatuh tempo yang telah ditetapkan. Harga yang ditetapkan ini dikenal dengan *strike price*. Apabila terdapat selisih antara harga saham dengan *strike price* di masa akan datang, maka karyawan akan mendapat keuntungan. Pelaksanaan ESOP dapat dibagi menjadi

beberapa tahapan, yaitu tahap pengumuman, tahap hibah opsi dan tahap eksekusi dengan pergeseran waktu antara 1 sampai 3 tahun (Astika, 2012). Opsi ini diharapkan dapat memberikan keuntungan bagi karyawan pemegang opsi.

Salah satu perusahaan yang mengumumkan ESOP adalah PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Pada 8 Januari 2014 PT Waskita Karya mengumumkan ESOP Tahap II sejumlah 115.587.000 saham. Sedangkan, di tahun yang sama PT Waskita Karya menambah pendanaan eksternal sebesar Rp 3,8 triliun, yang terdiri dari pinjaman perbankan senilai Rp 1,8 triliun dan obligasi senilai Rp 2 triliun. Ini menyebabkan PT Waskita Karya cenderung tak kuat modal. Rasio utang terhadap modal atau *Debt Equity Ratio* (DER) telah menyentuh 2,89 kali. Oleh karena itu, hal tersebut akan membebani laporan keuangan PT Waskita Karya ([www.ipotnews.com](http://www.ipotnews.com)).

Adanya pelaksanaan ESOP diharapkan akan berdampak pada peningkatan kinerja dan loyalitas karyawan pada perusahaan. Karyawan memiliki rasa memiliki yang tinggi pada perusahaan sehingga akan berusaha untuk meningkatkan kinerja perusahaan tersebut. Menurut Klein (1987) terdapat tiga teori yang menghubungkan kepemilikan karyawan dengan kinerja perusahaan, antara lain: *pertama*, teori kepuasan intrinsik yang menunjukkan kepemilikan saham perusahaan oleh karyawan akan meningkatkan komitmen karyawan, *kedua*, teori kepuasan instrumental yang menunjukkan kepemilikan saham oleh karyawan akan mempengaruhi pengambilan keputusan yang kemudian berdampak pada perilaku karyawan, *ketiga*, teori kepuasan ekstrinsik yang menunjukkan kepemilikan saham oleh karyawan adalah investasi keuangan oleh karyawan.

Helfasari (2012) menyebutkan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap keputusan pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP). Hal ini didukung pula penelitian oleh Mardiantari (2015) dan Hutnaleontina (2016) yang menemukan bahwa ESOP berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Kartikasari (2015) yang menyebutkan bahwa ESOP berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan. Sedangkan, Kameswari (2014) menyatakan ESOP tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan pada tahun hibah. Poornima *et al.*, (2015) menyatakan pengadopsian ESOP tidak berpengaruh terhadap peningkatan kinerja perusahaan.

Berdasarkan ketidak konsistenan pada penelitian sebelumnya mengenai pengaruh *Employee Stock Option Program* (ESOP) terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini menambahkan struktur modal sebagai variabel pemoderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara kedua variabel. Dalam memenuhi kebutuhan operasional, perusahaan seringkali mencari tambahan dana. Keputusan terkait dengan struktur modal merupakan hal yang sangat kritis karena dapat berpengaruh pada kinerja perusahaan (Prempeh *et al.*, 2016). Dengan diperlukannya tambahan dana dari pihak luar kreditor, maka dapat berpengaruh pada kebijakan perusahaan lainnya. Asyik (2010) menyebutkan ESOP semakin menurun pada perusahaan dengan adanya hutang yang tinggi.

Penggunaan hutang sebagai tambahan untuk mendanai aktiva perusahaan diharapkan dapat meningkatkan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan. Apabila rasio hutang semakin tinggi berarti semakin banyak yang digunakan untuk investasi pada aktiva sehingga dapat memberikan keuntungan pada

perusahaan (Hanafi, 2016: 345). Namun, teori Maodigliani Miller (MM) mengemukakan bahwa semakin besar hutang maka akan menurunkan nilai perusahaan, karena keuntungan yang diperoleh diimbangi oleh kenaikan biaya modal. Jadi struktur modal yang lebih banyak menggunakan hutang dapat menurunkan kinerja perusahaan.

Penelitian ini menguji pengaruh *Employee Stock Option Program* terhadap kinerja perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel moderasi pada Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Pada penelitian sebelumnya, pengaruh *Employee Stock Option Program* terhadap kinerja perusahaan telah banyak dilakukan. Namun, masih terdapat ketidakkonsistenan pada hasilnya. Perbedaan dengan penelitian sebelumnya yaitu dengan menambah struktur modal sebagai variabel moderasi. Selain itu, ESOP diukur dengan jumlah opsi yang dihibahkan oleh perusahaan serta pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan pemaparan latar belakang tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah 1) Bagaimana struktur modal memoderasi pengaruh pemberian ESOP terhadap kinerja perusahaan? Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh struktur modal dalam memoderasi hubungan pemberian ESOP terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini dapat memberikan manfaat teoretis dan manfaat praktis. Manfaat teoretis penelitian ini adalah dapat menambah kajian teori keagenan khususnya mengenai ESOP. Sedangkan, manfaat praktis penelitian ini adalah dapat digunakan sebagai referensi bagi peneliti berikutnya yang meneliti mengenai ESOP. Bagi perusahaan, penelitian ini dapat sebagai bahan pertimbangan dalam menerapkan

ESOP di perusahaan, serta dapat menjadi acuan bagi para investor yang ingin menginvestasikan dananya pada perusahaan yang mengadopsi ESOP.

Teori keagenan memandang adanya hubungan antara pemilik dengan manajemen. Pemilik perusahaan mempekerjakan agen untuk memberikan suatu jasa dan mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agentersebut. Atas jasa yang diberikan maka manajemen memperoleh kompensasi dari pemilik perusahaan. Kompensasi merupakan nilai jasa yang diberikan pemilik perusahaan pada manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya dua kepentingan yang berbeda dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai kemakmuran yang dikehendaki, yang kemudian menimbulkan perilaku oportunistik. Hal ini menyebabkan perlunya adanya pengawasan untuk meminimumkan konflik antara pemilik dan manajer.

Kaitan antara ESOP dengan teori keagenan dapat dijelaskan dengan adanya konflik keagenan yang terjadi antara pemilik dan manajemen. ESOP merupakan salah cara untuk mengurangi konflik tersebut, karena dengan adanya ESOP karyawan mendapat kesempatan untuk memiliki saham perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan adalah dengan meningkatkan saham perusahaan oleh manajemen. Dengan adanya ESOP diharapkan dapat mengikat karyawan dalam jangka waktu yang lebih panjang.

ESOP berkaitan dengan peningkatan komitmen dan produktivitas karyawan. Karyawan yang mendapatkan insentif akan berusaha untuk memaksimalkan potensinya terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Karyawan

merasa termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena peningkatan kinerja akan berdampak pada keuntungan yang didapatkan dari hibah ESOP. Hal ini pula dapat mengurangi *labour turnover* dalam perusahaan.

Pemenuhan operasional perusahaan, setiap perusahaan pasti memerlukan pendanaan eksternal. Perusahaan wajib membayar pokok pinjaman beserta bunga pada para kreditor. Hal ini dapat mempengaruhi keputusan perusahaan lainnya. Hubungan antara teori keagenan dengan pendanaan utang dapat juga dijelaskan sebagai salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan. Menurut Jensen (1986) menyebutkan bahwa dengan adanya hutang maka perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer berusaha untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan atau pengembalian atas sumber daya yang diinvestasikan di dalamnya. Kinerja perusahaan dijadikan alat ukur keberhasilan manajer dalam menjalankan perusahaan. Informasi mengenai kinerja perusahaan diperlukan oleh pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan, misalnya pemegang saham, kreditor, pemerintah dan masyarakat. Pengukuran kinerja suatu perusahaan dapat mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuan yang ditetapkan (Hafsah dan Sari, 2015). Kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan rasio profitabilitas. Salah satunya adalah *Return on Asset (ROA)* yang menunjukkan rasio laba bersih terhadap total aset. ROA berguna untuk

mengetahui tingkat keuntungan yang didapatkan perusahaan dari aset yang dimilikinya (Subramanyam dan Wild, 2013).

Menurut Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (2013), *Employee Stock Option Program* merupakan suatu program perusahaan yang memungkinkan para karyawan untuk turut serta memiliki saham dari perusahaan tempat mereka bekerja. Pelaksanaan ESOP dapat menumbuhkan rasa memiliki terhadap para karyawan di perusahaan, sebagai insentif bagi para karyawan, serta mengembangkan para *shareholder* perusahaan tersebut. Terdapat beberapa bentuk program kepemilikan saham oleh karyawan, antara lain pemberian saham, program pembelian saham oleh karyawan, program opsi saham, *employee stock ownership plans* (ESOPs), *phantom stock and stock appreciation rights* (SARs).

Struktur modal adalah proporsi finansial perusahaan yang terdiri dari modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang dan modal sendiri (Fahmi, 2012). Pembiayaan hutang dapat diperoleh melalui pinjaman, sedangkan modal sendiri melalui penerbitan saham baru. Menurut Chadha dan Sharma (2015), pendanaan utang lebih disukai karena memiliki biaya yang lebih rendah daripada pendanaan modal. Dengan adanya tambahan dana hutang, produktivitas perusahaan lebih meningkat sehingga dapat menghasilkan keuntungan lebih banyak. Apabila tidak diimbangi dengan produktivitas yang baik, maka perusahaan akan menghadapi kesulitan keuangan karena tidak mampu membayar utang dan bunga yang melebihi laba yang dihasilkan. Tingkat hutang perusahaan dapat dinyatakan dengan rasio solvabilitas atau *leverage*. Rasio solvabilitas yang digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). DER menunjukkan seberapa besar

utang perusahaan dijamin oleh ekuitas pemilik. Rasio ini memberikan gambaran mengenai kelayakan dan risiko keuangan perusahaan (Kasmir, 2017).

Hubungan antara ESOP dengan kinerja perusahaan dapat dikaitkan dengan teori keagenan. Terdapat pemisahan pengelolaan perusahaan rentan terhadap konflik keagenan. Munculnya perilaku oportunistik manajer tidak dapat dihindari dikarenakan manajer lebih mengetahui informasi internal perusahaan dibandingkan pemilik. Ini menyebabkan timbulnya biaya keagenan, biaya yang ditanggung pemilik yang mengandalkan manajer untuk mengelola perusahaan dalam rangka memaksimalkan keuntungan. Salah satu cara untuk mengurangi biaya agensi yaitu *Employee Stock Option Program* (ESOP).

Fang *et. al.*, (2014) menyebutkan adanya ESOP akan menghasilkan kinerja yang tinggi. Penelitian sebelumnya oleh Ngambi dan Oloume (2013), Santhi (2015) menyatakan bahwa ESOP memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan yang diprosikan dengan ROA. Namun, hal tersebut berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Septarina (2013) yang menemukan pengadopsian ESOP berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan.

Manajer harus mengkombinasikan berbagai sumber pendanaan tersebut untuk memperoleh struktur modal yang optimal (Salim dan Yadav, 2012). Penggunaan hutang lebih cenderung dipertimbangkan daripada kompensasi manajerial, ini menimbulkan konflik keagenan antara pemegang kepentingan dan kreditor (Douglas, 2006). Berkovitch *et al.*, (1992) menyatakan terdapat hubungan yang sistematis dan kompleks antara kompensasi manajerial dan struktur modal, yang kemudian berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Marinda dkk., (2014) menyebutkan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Berbeda dengan penelitian Agrestya (2013) yang menemukan struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA. Begitupula, Rosalinawati (2015) menemukan bahwa struktur modal yang diukur dengan DER berpengaruh negatif terhadap ROA.

H<sub>1</sub> : Struktur modal memperlemah hubungan antara pemberian ESOP pada kinerja perusahaan

### **METODE PENELITIAN**

Desain penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian asosiatif yaitu penelitian yang menjelaskan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (Sugiyono, 2013: 6). Lokasi penelitian ini dilakukan padaperusahaan yang mengadopsi ESOP yang terdaftar di BEI. Obyek dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan pada perusahaan pengadopsi ESOP yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2016.

Variabel dependen (Y) dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur menggunakan rasio profitabilitas, yaitu *Return on Asset* (ROA). Alasan yang mendasari adalah karena ROA mampu menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Selain itu, ROA menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan laba (Kameswari, 2014). ROA dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak dan Bunga}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots (1)$$

Variabel independen ( $X_1$ ) dalam penelitian ini adalah *Employee Stock Option Program* (ESOP). ESOP pada penelitian ini dilihat dari opsi saham yang dihibahkan pada karyawan. ESOP diproksikan dengan proporsi opsi saham yang didapat dengan cara membandingkan jumlah opsi saham dengan keseluruhan jumlah saham yang dimiliki perusahaan. Proporsi opsi saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Proporsi opsi saham} = \frac{\text{Jumlah Opsi Saham yang D hibahkan}}{\text{Keseluruhan Jumlah Saham yang D hibahkan}} \dots\dots\dots(2)$$

Variabel moderasi ( $X_2$ ) dalam penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal diukur menggunakan rasio *Debt to Equity Ratio* (DER). DER digunakan untuk melihat seberapa besar utang yang dimiliki perusahaan dibandingkan dengan ekuitas dari pemilik perusahaan atau para pemegang saham. Rasio ini dapat menunjukkan resiko perusahaan yang dapat berpengaruh terhadap likuiditas perusahaan. DER dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(3)$$

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengadopsi ESOP yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011-2016. Data yang digunakan adalah data laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan yang diperoleh melalui situs BEI [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Penentuan sampel dari populasi penelitian ini diambil dengan menggunakan pendekatan nonprobabilitas dengan metode *purposive sampling* berdasarkan beberapa kriteria mencakup: 1) Perusahaan yang terdaftar di BEI yang menerbitkan ESOP untuk periode yang berakhir pada 31 Desember 2011 sampai dengan 31 Desember 2016;

2) Perusahaan yang mencantumkan informasi mengenai ESOP secara lengkap dalam laporan keuangan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember 2011 sampai dengan 31 Desember 2016. Berdasarkan kriteria tersebut maka jumlah sampel yang memenuhi adalah sebanyak 20 perusahaan dengan 66 total pengamatan.

Pada penelitian ini menggunakan metode pengumpulan data observasi non partisipasi. Adapun pengujian yang digunakan dalam penelitian ini, antara lain Analisis Statistik Deskriptif, Uji Asumsi Klasik, Uji Kelayakan Model, Uji Koefisien Determinasi, dan Uji Statistik t, Analisis *Moderated Regression Analysis* yang menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1X_2 + e \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan :

- Y = Kinerja Perusahaan
- $\alpha$  = Konstanta
- $\beta_1 - \beta_3$  = Koefisien Regresi
- $X_1$  = Proporsi Opsi Saham
- $X_2$  = Struktur Modal
- $X_1, X_2$  = Interaksi antara Proporsi Opsi Saham dengan Struktur Modal
- e = *error term*

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

Berdasarkan kriteria penentuan sampel, maka perusahaan yang dapat dijadikan sampel adalah 20 perusahaan dengan total 66 sampel amatan yang ditunjukkan dalam tabel sebagai berikut.

**Tabel 1.**  
**Hasil Pemilihan Sampel**

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang tercatat di BEI (per Desember 2016)	539
2	Perusahaan yang tidak menerbitkan ESOP antara 31 Januari 2011 – 31 Desember 2016	(516)
3	Informasi mengenai penerbitan ESOP di perusahaan yang tidak lengkap	(3)
Total Sampel Perusahaan		20

a	Hibah ESOP Tahap I	17
b	Hibah ESOP Tahap II	19
c	Hibah ESOP Tahap III	12
d	Hibah ESOP Tahap IV	4
e	Hibah ESOP Tahap V	5
f	Hibah ESOP Tahap VI	5
g	Hibah ESOP Tahap VII	3
h	Hibah ESOP Tahap VIII	1
Total Pengamatan		66

Sumber: Data diolah, 2017

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai data sampel yang telah dikumpulkan (Ghozali, 2013: 19). Pengujian ini melihat gambaran awal mengenai nilai maksimum, minimum, rata-rata, dan standar deviasi dari jumlah pengamatan yang ada. Pada tabel 2 di bawah ini menampilkan hasil analisis statistik deskriptif yang memberikan gambaran mengenai data sampel yang telah dikumpulkan.

**Tabel 2.**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	66	-.03	.38	.0554	.07039
ESOP	66	.07	.69	.2780	.14242
DER	66	.08	14.81	3.0496	3.50323
ESOP_DER	66	.01	4.46	.7538	.87225
Valid N (listwise)	66				

Sumber: Data diolah, 2017

Proporsi opsi saham yang dihibahkan memiliki nilai rata-rata sebesar 0,2780 dengan standar deviasi sebesar 0,14242, ini menunjukkan bahwa hibah opsi saham memiliki fluktuasi yang kecil karena nilai standar deviasi lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata. Sedangkan, proporsi opsi saham dengan nilai terendah sebesar 0,07 dan nilai tertinggi sebesar 0,69.

Kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio *Return on Asset* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0554 dengan standar deviasi sebesar 0,07039. Nilai standar deviasi yang lebih besar dibandingkan nilai rata-rata berarti kinerja

perusahaan yang mengadopsi ESOP memiliki fluktuasi yang besar. Sedangkan, kinerja perusahaan dengan nilai terendah sebesar 0,03 dan nilai tertinggi sebesar 0,38.

Struktur modal yang diukur dengan rasio *Debt to Equity Ratio* memiliki nilai rata-rata sebesar 3,0496 dengan standar deviasi sebesar 3,50323. Hal tersebut menunjukkan nilai standar deviasi yang lebih besar dibandingkan nilai rata-rata, ini berarti struktur modal pada perusahaan yang mengadopsi ESOP memiliki fluktuasi yang besar. Sedangkan, struktur modal dengan nilai terendah sebesar 0,08 dan nilai tertinggi sebesar 14,81.

Hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa persamaan regresi memenuhi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi yang dibuat berdistribusi normal atau tidak (Ghozali, 2013: 154). Pengujian normalitas menggunakan uji statistik non parametrik Kolmogorov-Smirnov. Uji normalitas ditunjukkan oleh nilai Asymp.Sig (2-tailed) sebesar 0,065 lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ , maka dapat disimpulkan bahwa model regresi berdistribusi normal.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara variabel bebas (Ghozali, 2013: 103).. Pengujian multikolinearitas dilihat dari nilai VIF (*Variance Influence Factor*) dan *tolerance*. Hasil uji multikolieritas menunjukkan bahwa variabel bebas memiliki nilai *tolerance*  $> 0,10$  dan nilai VIF  $< 10$ . Maka dapat disimpulkan dalam model regresi tidak adanya multikolieritas.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dan residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2013: 134). Pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser. Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu periode  $t-1$  (Ghozali, 2013: 107). Pengujian ini menggunakan Durbin-Watson (*DW test*). Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai Durbin Watson sebesar 1,789, nilai  $dw$  lebih besar dari batas atas ( $du$ ) 1,6640 dan kurang dari 4-batas atas ( $4-du$ ) 2,336. Maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Hipotesis**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	-1.943	.485		.000
	ln_esop	.723	.330	.265	.032
	ln_der	-1.071	.370	-1.025	.005
	ln_esop_der	-.540	.230	-.841	.022
	Adjusted R <sup>2</sup>	= 0,135			
	Sig F	= 0,007			

*Sumber: Data diolah, 2017*

Berdasarkan Tabel 3 dapat dihasilkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = -1,943 + 0,723 X_1 - 1,071 X_2 - 0,540 X_1X_2 + e$$

Berdasarkan hasil uji regresi di atas, diketahui bahwa nilai konstanta sebesar -1,943 berarti bahwa apabila nilai proporsi opsi saham dan DER

sebesar nol, maka nilai *return on asset* (ROA) sebesar -1,943 satuan. Nilai koefisien regresi proporsi opsi saham sebesar 0,723 dapat diartikan bahwa apabila proporsi opsi saham naik sebesar satu satuan maka akan terjadi kenaikan ROA sebesar 0,723 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan. Nilai koefisien regresi DER sebesar -1,071 dapat diartikan bahwa apabila DER naik sebesar satu satuan maka akan terjadi penurunan ROA sebesar 1,071 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan. Nilai koefisien regresi interaksi antara proporsi opsi saham dan DER sebesar -0,540 dapat diartikan apabila interaksi antara proporsi opsi saham dan DER naik sebesar satu satuan maka akan terjadi penurunan ROA sebesar 0,540 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Berdasarkan Tabel 3 diketahui bahwa nilai signifikansi F sebesar 0,007. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari nilai signifikansi 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel proporsi opsi saham dan struktur modal layak digunakan dalam model MRA. Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai *Adjusted R square* sebesar 0,135. Hal ini berarti 13,5 persen variasi kinerja perusahaan dapat dijelaskan variabel proporsi opsi saham dan struktur modal, sedangkan sisanya sebesar 86,5 persen dipengaruhi oleh variabel lain di luar dari model MRA.

Berdasarkan Tabel 3, hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa nilai signifikansi  $\ln\_esop$  sebesar  $0,032 < 0,05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,723. Nilai signifikansi  $\ln\_der$  sebesar  $0,005 < 0,05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar 1,071. Nilai signifikansi interaksi antara  $\ln\_esop$  dan  $\ln\_der$  sebesar  $0,022 < 0,05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,540. Hal ini menunjukkan bahwa

struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan memoderasi proporsi opsi saham terhadap kinerja perusahaan, sehingga hipotesis pertama diterima.

Semakin banyak jumlah opsi saham yang dihibahkan oleh perusahaan, maka ini berdampak positif pada karyawan yang ditunjukkan dengan peningkatan kinerja perusahaan. Karyawan akan semakin termotivasi apabila mereka mendapatkan bentuk penghargaan atas pencapaian yang telah dihasilkan. ESOP dapat menumbuhkan rasa memiliki yang tinggi pada karyawan, karena setiap karyawan akan mendapatkan keuntungan. Maka pelaksanaan ESOP secara efektif dapat mengurangi perputaran tenaga kerja dalam jangka panjang (Aldatmaz *et al.*, 2017).

Adanya hibah ESOP menunjukkan kinerja dan prestasi karyawan menghasilkan kinerja perusahaan yang semakin tinggi dari kinerja tahun sebelumnya. Besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan menunjukkan persentase saham atas perusahaan yang dapat dimiliki oleh karyawan. Menurut Mehran (1999) semakin banyak jumlah saham yang dimiliki oleh karyawan, maka semakin tinggi pula semangatnya untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Para karyawan tidak lagi mementingkan kepentingan sendiri, namun lebih memperhatikan prospek perusahaan ke depannya.

Di sisi yang berbeda, penggunaan hutang yang dilihat dari struktur modal lebih cenderung diutamakan dibandingkan pemberian ESOP. Kahle dan Shastri (2005) menemukan bahwa penurunan ESOP terjadi karena adanya nilai hutang yang tinggi. Berkaitan dengan teori keagenan, adanya hutang dapat menurunkan biaya keagenan dan berdampak pada kinerja perusahaan dengan mendorong

manajer berperilaku sesuai kepentingan pemegang saham (Dawar, 2014). Adanya rasio hutang yang tinggi dapat mengganggu kegiatan operasional perusahaan. Oleh sebab itu, perusahaan sangat berhati-hati dalam mengambil keputusan, salah satunya mengenai pelaksanaan ESOP.

Struktur modal yang diproksikan dengan DER menunjukkan rasio hutang yang dapat dibayar atas modal keseluruhan perusahaan. Apabila nilai hutang lebih tinggi daripada modal, maka cenderung modal menjadi tidak mampu menutupi. Hal ini juga semakin banyaknya hutang yang dimiliki, maka semakin besar pula resiko yang ditanggung perusahaan. Perusahaan harus membayar pokok pinjaman beserta bunganya dengan tepat waktu pada para kreditor. Sebaliknya, perusahaan yang tidak mampu membayar hutang tersebut maka ini dapat berpengaruh pada penurunan kinerja perusahaan.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Agrestya (2013) dan Rosalinawati (2013) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA. Penelitian ini pula sejalan dengan Chandra (2015) yang menyatakan struktur modal mampu memoderasi ESOP terhadap kinerja perusahaan. Namun, hasil penelitian ini berbeda penelitian Agrestya (2013) yang menemukan struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA. Begitupula, Rosalinawati (2015) menemukan bahwa struktur modal yang diukur dengan DER berpengaruh negatif terhadap ROA.

Implikasi penelitian ini dibagi atas dua jenis, yaitu 1) Implikasi teoretis dapat mendukung teori keagenan terkait dengan *Employee Stock Option Program*

(ESOP). Adanya pelaksanaan ESOP di suatu perusahaan, diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara pemilik dan karyawan. Pemberian hibah ESOP pada karyawan dapat memotivasi kinerja para karyawan untuk bekerja semaksimal mungkin. Di sisi lain, faktor struktur modal dapat mempengaruhi keputusan penerbitan ESOP yang cenderung memperlemah. Selain mempertimbangkan konflik internal yang terjadi antara pemilik dan karyawan, perusahaan juga memperhatikan konflik yang mungkin terjadi dengan kreditor; 2) Implikasi praktis bagi peneliti berikutnya dapat penelitian ini dapat dijadikan sebagai referensi dalam penelitian berikutnya mengenai ESOP. Dengan menambahkan variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi pelaksanaan ESOP, sehingga dapat menambah kajian mengenai penelitian ESOP. Penelitian ini dapat memberikan informasi pada perusahaan mengenai dampak dari kinerja dengan adanya pelaksanaan ESOP dan faktor lain seperti struktur modal yang mempengaruhi ESOP. Penelitian ini juga dapat dijadikan sebagai pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan terkait dengan investasi pada perusahaan-perusahaan yang menyelenggarakan ESOP.

## **SIMPULAN**

Adapun simpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah struktur modal memperlemah pemberian ESOP pada kinerja perusahaan. Semakin banyak jumlah opsi saham yang dihibahkan oleh perusahaan, maka dapat berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. ESOP mampu memotivasi para karyawan untuk mencapai target yang diberikan pemilik, karena mereka akan mendapat keuntungan dari pelaksanaan ESOP yang didapat pada eksekusi. Dalam

pelaksanaan ESOP, perusahaan juga memperhatikan faktor yang dapat mempengaruhi yaitu struktur modal. Apabila rasio hutang tinggi, maka semakin tinggi pula beban yang ditanggung perusahaan dan mencerminkan resiko yang tinggi. Hal ini menyebabkan pelaksanaan ESOP akan semakin menurun dengan adanya hutang yang tinggi, begitupula sebaliknya.

Ada beberapa saran yang dapat dikemukakan berdasarkan pembahasan dan simpulan yang diuraikan sebelumnya, antara lain: 1) Bagi para investor, diharapkan informasi mengenai hibah opsi saham karyawan dapat dijadikan sebagai acuan dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Begitupula, perusahaan terkait dapat melihat dampak dari pelaksanaan ESOP terhadap peningkatan motivasi para karyawannya, sehingga dapat berdampak positif pada kinerja perusahaan; 2) Bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan variabel moderasi selain struktur modal, seperti *corporate governance*. Selain itu, dapat menggunakan rasio lain untuk mengukur kinerja perusahaan yaitu rasio ROE, NPM, dan sebagainya. Penelitian ini juga hanya mengamati hibah ESOP dari tahun 2011-2016, diharapkan penelitian selanjutnya menambah periode pengamatan yang lebih panjang untuk melihat pengaruh pelaksanaan ESOP pada kinerja perusahaan.

## REFERENSI

- Aldatmaz, Serdar, Paige Ouimet, and Edward D Van Wesep. 2017. The Option to Quit: The Effect of Employee Stock Options on Turnover. *Journal of Financial Economics*.
- Agrestya, Wenty. 2013. Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, hal.1–26.

- Astika, Ida Bagus Putra. 2012. Harga Referensi dan Return Expectation dalam Employee Stock of Option Plan. *Finance and Banking Journal*, 14 (1), hal.89-99.
- Asyik, Nur Fadrih. 2010. Dampak Struktur Modal pada Sensitivitas Penerapan Kompensasi Opsi Saham Karyawan Terhadap Kinerja. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIESIA), Surabaya, 14 (1), hal.1-21.
- Berkovitch, Elazar, R. Israel, and Y. Spiegel. 1992. Managerial Compensation and Capital Structure. *Journal of Economics & Management Strategy*, 9 (4), pp.549-584.
- Bursa Efek Indonesia. 2016. Laporan Keuangan dan Tahunan. <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangandantahunan.aspx>. Diakses 9 Nopember 2017.
- Chadha, S., and A. K. Sharma. 2015. Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *The Journal of Business Perspective*, 19 (4), pp.295–302.
- Chandra, Debby. 2015. Pengaruh *Employee Stock Option Program* Pada Manajemen Laba dan Kinerja Perusahaan Serta Dampak Struktur Modal Sebagai Moderasi : Studi Kasus Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi* Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Soegijapranata, Semarang.
- Dawar, Varun. 2014. Agency Theory, Capital Structure, and Firm Performance: Some Indian Evidence. *Managerial Finance*, 40 (12).
- Douglas, Alan V.S. 2006. Capital Structure, Compensation and Incentives. *The Review of Financial Studies*, 19, pp.605-632.
- Fahmi, Irham. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Cetakan Kedua. Bandung: Alfabeta.
- Fang, Honghyan, John R. Nofsinger, and Juan Quan. 2014. The Effects of Employee Stock Option Plans on Operating Performance in Chinese Firms. *Journal of Banking & Finance*, pp.1-56.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hafsah dan Sri Putra Sari. 2015. Analisis Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, 15 (1), hal.52-64.

- Hanafi, Mamduh M. 2016. *Manajemen Keuangan*. Edisi kedua Cetakan pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Helfasari, Ni Ayu. 2012. Pengaruh Kinerja Perusahaan Terhadap Keputusan Pengadopsian Employee Stock Ownership Program (ESOP) dan Manfaat Pengadopsian Employee Stock Ownership Program (ESOP) Terhadap Kinerja Perusahaan. *Skripsi Universitas Lampung*, Bandar Lampung.
- Herdinata, Christian. 2012. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Employee Stock Ownership Program*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16 (1), hal.77-85.
- Hutnaleontina, Putu Nuniek. 2016. Pengaruh Penerapan Employee Stock Option Plan pada Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Tesis Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, Denpasar.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2016. Standar Akuntansi Keuangan Efektif Per 1 Januari 2017. <http://iaiglobal.or.id/v03/standar-akuntansi-keuangan/sak-efektif-3-sak-efektif-per-1-januari-2017>. Diakses 03 September 2017.
- Indo Premier News. 2014. Analisis : Rasio Utang WSKT Masih Wajar. [https://www.ipotnews.com/index.php?jdl=Analisis\\_\\_Rasio\\_utang\\_WSKT\\_masih\\_wajar\\_&level2=newsandopinion&level3=&level4=stocks&id=3029159#.WeP72VMRXIX](https://www.ipotnews.com/index.php?jdl=Analisis__Rasio_utang_WSKT_masih_wajar_&level2=newsandopinion&level3=&level4=stocks&id=3029159#.WeP72VMRXIX). Diakses 03 September 2017.
- Indo Premier News. 2014. ESOP/MSOP PT Waskita Karya (Persero) Tbk. [https://www.ipotnews.com/index.php?jdl=ESOP\\_MSOP\\_PT\\_Waskita\\_Karya\\_\(Persero\)\\_Tbk&level2=newsandopinion&level3=&level4=INDONESIA&id=2679346#.WeP72VMRXIW](https://www.ipotnews.com/index.php?jdl=ESOP_MSOP_PT_Waskita_Karya_(Persero)_Tbk&level2=newsandopinion&level3=&level4=INDONESIA&id=2679346#.WeP72VMRXIW). Diakses 03 September 2017.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Overs. *American Economics Review*, 76 (2), pp.323-329.
- Jensen, M., Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Kasmir, Dr. 2017. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Klein, Katherine J. 1987. Employment Stock Ownership and Employment Attitudes : A Test of Three Models. *Journal of Applied Psychology Monograph*, 72 (2).

- Kahle, Kathleen M. and Kuldeep Shastri. 2005. Firm Performance, Capital Structure, and The Tax Benefits of Employee Stock Options. *Journal of Financial and Quantitive Analysis*, 40 (1), pp.135-160.
- Kameswari, Luh Putu Lisa Anastasia. 2014. Pengaruh Jumlah Opsi Saham dan Harga Eksekusi pada Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI). *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9 (2), hal.356-372.
- Kartikasari, Anak Agung Ayu Indah. 2015. Pengaruh Harga Eksekusi dan Jumlah Opsi Saham Karyawan (ESOP) pada Kinerja Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 11 (3), hal.698-712.
- Mardiantari, Ni Putu Eka. 2015. Kinerja Keuangan Perusahaan di Sekitar Pengumuman ESOP dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 13 (2), hal.532-548.
- Marinda, Fajrul, Moch Dzulkirom AR, and Muhammad Saifi. 2014. Pengaruh Investment Opportunity Set dan Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 14 (1), hal.1–10.
- Mehran, H. 1999. ESOP Companies and Return on Assets. *Working Paper. Northwestern University for Hewitt Associates*.
- Ngambi, Marcel dan Frederic Oloume. 2013. Employee Share Ownership and Firm Performance: Evidence From a Sample of Cameroonian Firms. *International Journal of Research In Social Science*, 2 (3).
- Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor : ...../POJK.04/2013 Tentang Program Kepemilikan Saham oleh Karyawan Perusahaan Terbuka. [www.ojk.go.id/.../DraftPeraturanOtoritasJasaKeuanganESOPPTTbk\\_1398774142.pdf](http://www.ojk.go.id/.../DraftPeraturanOtoritasJasaKeuanganESOPPTTbk_1398774142.pdf). Diakses 03 September 2017.
- Poornima, Dr.S, K.Nithya Kala dan Dr.K. Vidya. 2015. Impact of Employee Stock Options on Corporate Performance with Special Reference to Selected Financial Services Companies in India. *Journal of Research in Management, Social Sciences and Technology*, 9 (9).
- Prempeh, Kwadwo Boateng, Allan McBright Sekyere dan Evelyn Nsiah Asare. 2016. The Effect of Debt Policy on Firms' Performance: Empirical Evidence From Listed Manufacturing Companies on The Ghana Stock Exchange. *Munich Personal RePEc Archive Paper*, No 75200.
- Rosalinawati, Novita Mardiyani. 2015. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013. *Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro, Semarang*.

- Saham OK. 2016. Daftar Emiten Saham 2016.  
<https://www.sahamok.com/emiten/daftar-emiten-saham-2016/>. Diakses 9  
Nopember 2017.
- Salim, Mahfuzah dan Dr. Raj Yadav. 2012. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Social and Behavioral Science*, 65, pp.156-166.
- Santhi, I.A. Rayhita. 2015. Perbedaan Kinerja Perusahaan Sebelum dan Setelah Hibah Employee Stock Option Plan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 10 (2), hal.385-397.
- Septarina, Dwi. 2013. Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Pengadopsian Employee Stock Option Program. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 2 (7).
- Subramanyam, KR dan John J. Wild. 2013. *Analisis Laporan Keuangan*. Buku Satu. Edisi Sepuluh. Jakarta: Salemba Empat.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Bandung: Alfabeta.
- Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. 2002. Studi Tentang Penerapan ESOP (Employee Stock Ownership Plan) Emiten Atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia. Departemen Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal.