ANALISIS KINERJA DAN NILAI PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH PENGADOPSIAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM* (ESOP)

(Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2010-2017).

SKRIPSI

Untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi

pada Universitas Negeri Semarang

Oleh :

Noor Fianti

NIM 7311416035

JURUSAN MANAJEMEN

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2020

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Senin

Tanggal : 20 April 2020

Mengetahui

Ketua Jurusan Manajemen

Dr. Dr. Dwi Ratmono, S.E., M.M., Ph.D.

NIP. 197310920050110 01

Pembimbing

Andri Wijayanto, S.E., M.M

NIP. 198306172008121003

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Senin

Tanggal : 20 April 2020

Penguji I

Dr. Dwi Cahyaningdyah, S.E., M.Si
NIP. 197504042006042001

Penguji II

Rini Setyo Wijiastuti, S.E., M.M.

NIP.197610072006042002

Penguji III

Andhi Wijayanto, S.E., M.M.

NIP. 198306172008121003

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi

Dr. Nur Yanto, M.B.A., Ph.D.
NIP. 196307181987021001

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama	: Noor Fianti
NIM	: 7311416035
Tempat Tanggal Lahir	: Kudus, 01 Juli 1999
Alamat	: Gang Shinta Rt.03 Rw 12, Desa Bulung Cangkring, Kecamatan Jekulo, Kabupaten Kudus

Menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil dari jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, 13 Maret 2020

Noor Fianti

NIM. 7311416035

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto

" *Your life does not get better by*

chance, it gets better by change"

(Jim Rohn)

Persembahan

Kupersembahkan skripsi ini untuk:

1. Keluarga saya, terutama kedua orang tua saya Bapak Parno dan Ibu Muntini.
2. Teman-teman seperjuangan Manajemen 2016
3. Almamaterku Universitas Negeri Semarang

PRAKATA

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, hidayah, dan ridha-Nya sehingga penulis dapat penyelesaikan skripsi dengan judul “Anlisis Kinerja dan Nilai Perusahaan sebelum dan sesudah Pengadopsian Employee Stock Ownership Program (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2017 ”.Penyusunan skripsi ini tidak mungkin dapat diselesaikan dengan baik tanpa bimbingan, bantuan, dan dukungan dari banyak pihak, maka dengan rasa hormat penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M. Hum., Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk memperoleh pendidikan di Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto MBA., Ph.D., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan izin dan kesempatan kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini.
3. Dorojatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D. Ketua Jurusan Manajemen Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
4. Andhi Wijayanto, S.E., M.M. Dosen pembimbing yang telah membimbing dengan penuh kesabaran sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik.

5. Bapak dan Ibu Dosen yang telah membimbing penulis selama menuntu imu di Program S1 Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
6. Orang tua tercinta Bapak Parno dan Ibu Muntini serta kakak saya Naelal Muna yang selalu memberikan do'a, motivasi serta semangat dalam penyusunan skripsi
7. Teman-teman Manajemen, terutama angkatan 2016, Rahmasari Kusumadewi dan Andro Dewantara Noegroho yang telah memberikan bantuan, harapan, motivasi serta semangat dalam penyusunan skripsi.
8. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan, dorongan, motivasi, semangat dan doa sehingga peneliti dapat menyelesaikan skripsi ini.

Semoga Allah SWT melimpahkan rahmat dan karunia-Nya atas segala kebaikan yang telah diberikan. Penulis berharap skripsi ini dapat bermanfaat bagi pembaca dan dunia pendidikan.

Semarang, 13 Maret 2020

Penulis

SARI

Fianti, Noor. 2020. Analisis Kinerja dan Nilai Perusahaan sebelum dan sesudah Pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (Studi Kasus pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2017). Skripsi, Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Andhi Wijayanto, S.E., M. M..

Kata kunci : *Employee Stock Ownership Program,* Kinerja Perusahaan, Nilai perusahaan.

Dalam upaya mengatasi masalah keagenan yang terjadi di perusahaan khususnya pada perusahaan yang telah *go-public* dapat diminimalisir salah satunya dengan menggunakan kebijakan pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada perusahaan, selain dapat mengatasi masalah keagenan juga dapat meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan kinerja dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah melakukan pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP).

Populasi yang digunakan pada penelitian ini yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu penelitian 2010-2017. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* yang menggunakan kriteria-kriteria yang telah ditentukan oleh peneliti sehingga diperoleh sampel sebanyak 22 perusahaan. metode yang digunakan dalam pengujian hipotesis pertama yaitu menggunakan *Wilcoxon Signed Ranks Test*, sedangkan pada pengujian hipotesis kedua dan ketiga menggunakan *Paired Sample t-test*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pada *Sales Growth* (SG) dan *Price to Book Value* (PBV) antara sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP pada perusahaan, sedangkan tidak terdapat perbedaan pada *Return On Asset* (ROA) antara sebelum dan sesudah penerapan ESOP pada perusahaan.

Simpulan dari hasil penelitian ini yaitu dapat dinyatakan bahwa pengadopsian ESOP pada perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Namun masih belum mampu meningkatkan kinerja perusahaan secara maksimal. Saran dalam penelitian ini adalah bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk menambahkan adanya kontrol terhadap *extraneous variabel*

untuk memperkuat dugaan penelitian serta menambah periode waktu pengamatan dan menggunakan variabel yang berbeda agar hasil penelitian lebih komprehensif. Bagi perusahaan yang hendak melakukan kebijakan pengadopsian ESOP hendaknya lebih didasari dengan pertimbangan dan persiapan yang lebih matang agar manfaatnya bisa dirasakan secara maksimal, dan bagi para investor selain melihat pengadopsian ESOP sebagai pertimbangan sebelum melakukan keputusan investasi juga hendaknya menganalisa dari sisi fundamental dan tata kelola dalam perusahaan.

ABSTRACT

Fianti, Noor. 2020. Analysis of Performance and Company's Value before and after the Adoption of the Employee Stock Ownership Program (Case Study of Companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2010-2017). Thesis, Department of Management. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Andhi Wijayanto, S.E., M. M ..

Keywords: Employee Stock Ownership Program, Company Performance, Firm Value.

In an effort to overcome agency problems that occur in companies, especially in companies that have gone public, one can be minimized by using the adoption of Employee Stock Ownership Program (ESOP) policies in companies, besides being able to overcome agency problems, it can also improve performance and company value. This study aims to determine whether there are differences in performance and company value before and after adopting the Employee Stock Ownership Program (ESOP).

The population used in this study were all companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2010-2017 study periode. The sampling technique in this study uses a purposive sampling technique that uses criteria that have been determined by researchers in order to obtain a sample of 22 companies. The method used in testing the first hypothesis is using the Wilcoxon Signed Ranks Test, while in the second and third hypothesis testing using Paired Sample t-test.

The results showed that there were differences in Sales Growth (SG) and Price to Book Value (PBV) between before and after the adoption of ESOP in the company, while there was no difference in Return On Assets (ROA)

between before and after the implementation of ESOP in the company.

The conclusion from the results of this research is that it can be stated that the adoption of ESOP in companies can increase company's value. But still not able to increase company's perfomance to the fullest. The suggestion in this research is for the next researcher to add control over extraneous variables to strengthen reseacrh conjectures and increase the time periode of observation and use different variables so that the result of research are more comprehensive. Companies that wish to adopt an ESOP policy should be based on more consideration and preparation so that the benefits can be felt maximally, and for investors in addition to seeing the adoption of the ESOP as a consideration before making an investment decision, they should also analyze from the fundamental and governance aspects of the company.

DAFTAR ISI

PERSETUJUAN PEMBIMBING ..... **i**

PENGESAHAN KELULUSAN ..... **ii**

PERNYATAAN ..... **iii**

MOTTO DAN PERSEMBAHAN ..... **iv**

PRAKATA ..... **v**

SARI ..... **vii**

ABSTRACT ..... **viii**

DAFTAR ISI ..... **ix**

DAFTAR TABEL ..... **xii**

DAFTAR GAMBAR ..... **xiii**

DAFTAR LAMPIRAN ..... **xiv**

BAB I PENDAHULUAN **1**

1.1. Latar Belakang Masalah Penelitian 1

1.2. Identifikasi Masalah 13

1.3. Cakupan Masalah 14

1.4. Rumusan Masalah 14

1.5. Tujuan Penelitian 15

1.6. Manfaat Penelitian 15

1.7. Orisinalitas Penelitian 16

BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN **18**

2.1. Kajian Teori Utama 18

2.2.1 Teori Keagenan 18

2.2 Kajian Variabel Penelitian 23

2.2.1. Kinerja Perusahaan 23

2.2.2. Nilai Perusahaan 28

2.2.3. *Employee Stock Ownership Program* 30

2.3. Kajian Penelitian Terdahulu 36

2.4. Kerangka Berpikir 44

2.4.1. Penerapan *Employee Stock Ownership Program* terhadap *Return On Asset...* 45

2.4.2. Penerapan *Employee Stock Ownership Program* terhadap *Sales Growth* 46

2.4.2. Penerapan *Employee Stock Ownership Program* terhadap *Price to Book Value* 47

BAB III METODE PENELITIAN 49

3.1. Data dan Jenis Data 49

3.2. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel 50

3.2.1. Populasi 50

3.2.2. Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel 50

3.3. Operasional Variabel Penelitian 51

3.4. Teknik Pengumpulan Data 54

3.5. Metode Analisis Data 55

3.5.1. Metode Analisis Deskripsif 55

3.5.2. Uji Normalitas 55

3.5.3. Pengujian Hipotesis 56

3.5.3.1. *Paired Sample t-test* 56

3.5.3.2. *Wilcoxon Signed-Rank test* 57

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN **59**

4.1. Hasil Penelitian 59

4.1.1. Gambaran Objek Penelitian 59

4.2. Analisis Deskriptif 60

4.3. Uji Normalitas 64

4.4. Pengujian Hipotesis 66

4.4.1. Pengujian Hipotesis *Return On Asset* 66

4.4.2. Pengujian Hipotesis *Sales Growth* 67

4.4.3. Pengujian Hipotesis *Price to Book Value* 68

4.5. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 69

4.5.1. Penerapan Employee Stock Ownership Program (ESOP) terhadap *Return On Assets* (ROA) 69

4.5.2. Penerapan Employee Stock Ownership Program (ESOP) terhadap *Sales Growth* (SG) 70

4.5.3. Penerapan Employee Stock Ownership Program (ESOP) terhadap *Price to Book Value* (PBV) 72

BAB V PENUTUP DAN SARAN **75**

5.1. Simpulan 75

5.2. Saran 75

DAFTAR PUSTAKA **77**

LAMPIRAN **82**

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Rasio ROA, *Sales Growth* dan PBV sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP 9

Tabel 1.2. *Research Gap* Penelitian Terdahulu 10

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu 36

Tabel 3.3. Operasional Variabel 53

Tabel 4.1. Statistik Deskriptif 60

Tabel 4.2. Uji Normalitas *Return On Assets* (ROA), *Sales Growth* (SG) dan *Price to Book Value* (PBV) 64

Tabel 4.3. Hasil Uji *Wilcoxon Signed Ranks Test Return On Assets* 66

Tabel 4.4. Hasil Uji *Paired t-test Sales Growth* (SG) 67

Tabel 4.5. Hasil Uji *Paired t-test Price to Book Value* (PBV) 68

Tabel 4.6. Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis 69

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis 44

LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Nama Perusahaan Yang Mengadopsi ESOP 83

Lampiran 2 Daftar Pengukuran Variabel satu tahun sebelum Pengadopsian ESOP 84

Lampiran 3 Daftar Pengukuran Variabel satu tahun sesudah Pengadopsian ESOP 85

Lampiran 4 Statistik Deskriptif 86

Lampiran 5 Hasil Uji Normalitas 86

Lampiran 6 Hasil uji *wilcoxon signed rank test* 86

Lampiran 7 Hasil Uji *Paired sample t-test Sales Growth* 87

Lampiran 8 Hasil Uji *Paired sample t-test* 87

BAB I
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah Penelitian

Di tengah era globalisasi pada saat ini, para *stakeholder* membutuhkan berbagai informasi yang dianggap penting mengenai sebuah *issue* yang berkaitan dengan kinerja perusahaan, dan informasi penting tersebut bisa diperoleh dengan cara melihat serta menganalisis data yang berasal dari laporan keuangan yang diterbitkan oleh suatu perusahaan tersebut (Pandansari, M, 2010).

Pada Hakikatnya Perusahaan sebagai lembaga ekonomi memiliki tujuan jangka pendek dan jangka panjang. Dalam jangka pendek, perusahaan bertujuan untuk mendapatkan pengembalian secara maksimal dengan menggunakan sumber daya yang ada. Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai jangka panjang perusahaan (Nisasmara, P., 2016). Selain itu setiap manajer perusahaan berusaha untuk dapat meningkatkan kinerja perusahaannya karena tujuan yang ingin dicapai oleh perusahaan tersebut (Sukmawardani, D.,& Ardiansari, 2018).

Kinerja keuangan perusahaan merupakan prestasi kerja yang telah

dicapai oleh perusahaan dalam periode tertentu dan terwujud dalam laporan keuangan (Rahmawati & Khoiruddin, 2017). Posisi dan kinerja perusahaan sangat penting artinya bagi perusahaan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan perusahaan. Kekuatan perlu diketahui agar dapat dipertahankan atau bahkan ditingkatkan. Sedangkan kelemahan perlu diketahui untuk diperbaiki (Andika & Witiastuti, 2017).

Selain itu juga mereka dituntut untuk terus meningkatkan kinerjanya untuk mempertahankan kelangsungan usahanya (*going concern*) dan untuk dapat memenangkan persaingan bisnis yang dewasa ini semakin menunjukkan tingkat keketatan yang semakin tinggi pula, terutama pada perusahaan yang telah *go public*. Tingkat kinerja perusahaan juga memiliki dampak terhadap perekonomian secara luas, dimana kinerja perusahaan yang baik akan mendorong pertumbuhan industri, meningkatkan produktivitas pasar modal, dan meningkatkan pertumbuhan ekonomi nasional (Sunarsih dkk., 2018).

Selain meningkatkan kinerja perusahaan, perusahaan juga perlu memperhatikan mengenai nilai perusahaan. karena memaksimalkan nilai perusahaan juga merupakan salah satu tujuan dari pendirian suatu perusahaan. oleh karena itu setiap perusahaan pasti mengingkan nilai perusahaan yang tinggi, sebab dengan kepemilikan nilai perusahaan

yang tinggi dapat menunjukkan kemakmuran pemegang saham yang tinggi pula. Oleh karena itu dengan melihat tingginya nilai perusahaan yang juga akan mencerminkan tingkat kemakmuran yang tinggi pula oleh para pemegang saham, maka para investor maupun calon investor akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut (Haruman,2008) dalam (Wardoyo, 2013)

Berdasarkan uraian tersebut, dapat diartikan bahwa selain dari kinerja perusahaan, melalui nilai perusahaan juga mampu menjadi salah satu bahan pertimbangan oleh para investor dalam keperluan melakukan keputusan investasinya dalam sebuah perusahaan (Sinaga, 2019). Untuk mencapai tingginya tingkat kinerja perusahaan serta tingginya nilai perusahaan yang merupakan tujuan utama bagi setiap perusahaan, maka harus diimbangi dengan pengelolaan perusahaan yang baik dan maksimal guna tercapainya tujuan perusahaan tersebut.

Menurut (Jannah & Khoiruddin, 2017) dengan harga saham yang tinggi, akan mampu menarik investor untuk berinvestasi karena investor menganggap bahwa perusahaan akan memberikan pengembalian saham yang tinggi pula.Oleh karena itu, para pemegang saham akan melakukan penujukkan seorang manajer guna untuk mengelola perusahaan dimana saham mereka ditanamkan. Dalam hal tersebut

telah memunculkan adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan yang disebut dengan hubungan keagenan (Maftukhah, 2013). Menurut Jensen, M. C. & Meckling, W, (1976) Hubungan kegaenan sebagai suatu kontrak dimana salah satu pihak (prinsipal) meminta kepada pihak lain (agen) untuk melakukan beberapa layanan atas nama mereka. Dalam kondisi ini secara proporsional mendelegasikan prinsipal ke agen (manager) untuk mengelola perusahaan dengan tujuan agar manajer bertindak untuk kepentingan agen (Yulianto, A., 2014).

Berdasarkan kontrak tersebut, seharusnya semua keputusan agen ditujukan demi kepentingan prinsipal, dimana yang berperan sebagai prinsipal disini yaitu para pemegang saham. Namun, dalam praktek pembuatan keputusan manajerialnya, terdapat prinsip "*Self Interest Behaviour*" dimana dalam prinsip ini menyatakan bahwa orang akan cenderung memilih tindakan yang memberikan keuantungan (secara finansial) yang terbaik bagi dirinya sendiri (Atmaja, 2008) dalam (Pratiwi, R., & Yulianto, 2016).

Berdasarkan adanya prinsip tersebut, seorang manajer bisa saja melakukan tindakan oportunistik guna untuk lebih memaksimalkan utilitas bagi dirinya sendiri dibandingkan untuk memaksimalkan utilitas

nilai bagi para pemegang saham (Pratiwi, R., & Yulianto, 2016). Perbedaan yang timbul dari akibat perbedaan kepentingan anatara agen dan prinsipal ini disebut sebagai Masalah Keagenan. Perusahaan, yang masih 100% dimiliki oleh pemilik perusahaan, tidak akan menyebabkan masalah keagenan. Namun, ketika kepemilikan manajerial kurang dari 100% berpotensi menyebabkan masalah keagenan (Yulianto et al., 2015) .Konflik perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer tersebut dapat diminimumkan dengan cara mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajemen (Putri & Nasir, 2006).

Salah satu cara mensejajarkan kepentingan para pemegang saham dengan pihak manajemen yaitu dengan menerapkan program kepemilikan saham manajerial. Dimana kepemilikan manajerial akan menunjukkan jumlah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak *insider* yaitu termasuk direktur, manajer dan komisaris oleh karyawan atau bisa dikenal dengan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) (Pugh et al., (2000) dan Yulianto, (2013)). Selain dapat mengurangi masalah keagean tersebut, penerapan ESOP diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kinerja perusahaan (Bapepam, 2002). Kinerja perusahaan merupakan sebuah gambaran dari hasil pencapaian oleh perusahaan yang sejalan dengan tujuan yang ditetapkan untuk

pelaksanaan kegiatan operasionalnya (Fudianti, S. & Wijayanto, 2012)

Employee Stock Ownership Program (ESOP) dapat didefinisikan sebagai rencana penangguhan keuntungan karyawan dengan mendapatkan saham perusahaan (Klein, 1987). *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) merupakan suatu program kepemilikan saham yang dimana perusahaan memberikan atau menjual sahamnya kepada karyawan dengan jumlah yang terbatas. Pengadopsian ESOP dalam perusahaan awalnya dipelopori oleh Amerika Serikat melalui *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs), *Employee Stock Purchase Plans* dan *Stock Option Plans* dan kemudian diikuti oleh beberapa negara didunia seperti China, British Columbia Kanada, Singapura, Mesir, Hongaria, Irlandia, Rusia, Malaysia, dsb (Pandansari, M, (2010) dan Veronica & Soekarno, 2015).

Dengan mengikutsertakan karyawan dalam kepemilikan saham diperusahaan, karyawan akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya di perusahaan tersebut. Kinerja perusahaan cenderung akan mengalami peningkatan apabila kinerja karyawannya juga meningkat (Klein, 1987). Apabila karyawan telah memiliki saham, maka seharusnya karyawan tersebut pun dapat lebih meningkatkan kinerjanya lagi. Karyawan akan termotivasi untuk mengedepankan perusahaan dimana mereka bekerja

apabila karyawan merasa memiliki perusahaan tersebut (Askandar, 2018). Karena menurut Ranihusna, (2013) Dapat dengan adanya motivasi berupa pengakuan dan fasilitas yang mendukung mampu meningkatkan kenyamanan dalam bekerja dan merasakan kepuasan dalam bekerja sehingga karyawan secara optimal akan meningkatkan kinerjanya.

Hal itu sejalan dengan yang dinyatakan oleh Veronica & Soekarno (2015) bahwa dengan konsep kepemilikan karyawan dilakukan oleh perusahaan karena memberikan kerangka kerja motivasi kerja. Ide memotivasi karyawan dapat diperluas melalui partisipasi keuangan yang pada akhirnya akan menghubungkan kompensasi lebih dekat dengan kinerja karyawan dan perusahaan. Karena hal itu mengaitkan pendapatan dan kekayaan karyawan dengan kinerja perusahaan, kepemilikan karyawan sering dipandang sebagai cara untuk meningkatkan produktivitas dan kinerja dengan mengurangi konflik manajemen tenaga kerja dan mendorong upaya karyawan, kerja sama, dan berbagi informasi.

Penelitian yang telah dilakukan oleh Tim Studi Penerapan ESOP oleh Bapepam, (2002) juga mengemukakan hal yang serupa bahwa dengan adanya pemberian kepemilikan saham pada karyawan

diharapkan akan mampu memicu timbulnya *sense of belonging* pada karyawan terhadap perusahaan, sehingga akan menumbuhkan keinginan dalam benak karyawan untuk meningkatkan produktivitas demi kemajuan perusahaan tersebut.

Dalam hasil penelitiannya juga menyatakan bahwa dengan mengadopsi ESOP dalam perusahaan mampu dijadikan sebagai strategi yang dapat membantu perusahaan menjadi lebih kuat, hal itu dikarenakan oleh meningkatkan partisipasi kepemilikan perorangan dalam perusahaan sebagai dampak pemberian imbalan kepada karyawan berupa kepemilikan saham perusahaan tersebut. Seperti yang dikemukakan oleh (Zhu et al, 2013) yang menunjukkan bahwa perusahaan yang mengadopsi ESOP cenderung memiliki tingkat produktivitas yang tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP.

Perusahaan ESOP akan mendonasikan saham secara tahunan, kas untuk membeli saham ke dalam akun —*trust*". Perusahaan yang menyelenggarakan ESOP menyumbangkan saham atau dana kas untuk membeli saham yang dimasukkan dalam akun *trust*. "*Trust*" adalah sebuah akun individual yang diperuntukkan kepada karyawan dimana perusahaan memberikan saham perusahaan (dapat berupa kas untuk

membeli saham perusahaan) berdasarkan pada gaji, jam kerja atau senioritas (Veronica & Soekarno, 2015). Akun "*trust*" tersebut akan bertambah nilainya seiring dengan kontribusi perusahaan dan peningkatan harga saham dari perusahaan (Iqbal, 2000).

Hubungan ESOP dengan kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan teori keagenan. Teori keagenan menyebutkan adanya *agency cost* yang merupakan biaya yang terjadi oleh pemegang saham yang mempercayakan perusahaan pada pihak manajer dan karyawan perusahaan untuk mengatur perusahaan supaya dapat memaksimumkan pengembalian (Pugh et al., 2000).

Selain berhubungan dengan *agency cost* , ESOP sangat berkaitan dengan motivasi dalam peningkatan komitmen dan produktvitas karyawan. Penelitian *The Work Foundation London Univercity* (2002) menghubungkan efek dari ESOP terhadap kinerja perusahaan. Dimulai dari ESOP yang memberikan suatu insentif berupa saham kepada karyawan yang diharapkan insentif tersebut memberikan dampak positif berupa motivasi dan komitmen karyawan tersebut yang pada akhirnya memberikan peningkatan kepada produktivitas dan profitabilitas perusahaan tersebut (Pandansari, M, 2010).

Kinerja keuangan dari sutau perusahaan dapat dinilai dengan menggunakan beberapa alat analisis keuangan, salah satu yang dapat digunakan untuk mengetahui dan menilai kinerja keuangan satu perusahaan yaitu dengan menggunakan laporan keuangan dengan menggunakan pendekatan bebrapa rasio keuangan seperti rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage dan lain-lain (Andika, Wifaqul., & Witiastuti, S, 2017).

Indikator yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba adalah menggunakan rasio profitabilitas. Rasio ini mencerminkan kinerja perusahaan dalam mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditujukan besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi (Fahmi, 2012). Rasio profitabilitas yang akan digunakan yaitu ROA, hal itu dikarenakan ROA dapat digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting di antara rasio rentabilitas yang ada (Ang, 2001 , Brigham, 2006).

Peningkatan kinerja yang berpeluang terjadi karena pelaksanaan ESOP oleh perusahaan akan berpengaruh pada nilai perusahaan,

semakin baik nilai perusahaan maka akan meningkatkan kemakmuran pemilik dan mampu menarik minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut . *Price to Book Value* (PBV) merupakan ukuran nilai perusahaan dalam penelitian ini. Menurut (Mardiantari, Ni., & Astika, 2015) *Price to Book Value* (PBV) merupakan buku saham perusahaan yang dihargai pasar. Hal tersebut diperkuat oleh penelitian dari Fortan (2014) yang menunjukkan bahwa nilai Perusahaan tidak terdapat pada PER, melainkan terdapat perbedaan pada PBV sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP oleh perusahaan.

Selain *Return On Asset* (ROA) yang merupakan ukuran untuk mengukur kinerja keuangan, peneliti menambahkan variabel lain yang ternyata juga dapat dipengaruhi oleh pengadopsian ESOP oleh perusahaan yaitu *sales growth. Sales Growth* merupakan perbandingan pertumbuhan hasil penjualan perusahaan tahun ini dengan hasil penjualan perusahaan pada tahun sebelumnya (Rachmawati, 2013). Menurut Fudianti & Wijayanto, (2012) dengan nilai pertumbuhan *sales growth* yang menunjukkan nilai positif dalam suatu perusahaan dapat menjadi indikasi bahwa kinerja yang dimiliki dalam perusahaan tersebut dapat dikatakan baik.

Rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja dan nilai perusahaan

dalam penelitian ini adalah *Return On Asset* (ROA), *Sales Growth* (SG), dan *Price to Book Value* (PBV) . Berikut adalah rasio ROA, SG dan PBV perusahaan sebelum dna sesudah pengadopsian ESOP.

Tabel 1.1

Rasio ROA, Sles Growth, dan PBV sebelum dan sesudah penerapan ESOP

Kode Perusahaan	Tahun ESOP	Rasio	Sebelum pengadopsian ESOP	Sesudah pengadopsian ESOP
BCAP	2012	ROA	0,04	-0,01
		SG	0,95	0,17
		PBV	2,83	1,03
APII	2015	ROA	0,07	0,03
		SG	0,39	-0,15
		PBV	2,15	1,42

Sumber : Data Sekunder diolah peneliti, 2020

Berdasarkan pada tabel 1.1 dapat dilihat adanya perbedaan pada ROA, SG dan PBV sebelum dan sesudah pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP), berdasarkan dari teori keagenan menyatakan bahwa salah satu cara untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul dalam sebuah perusahaan dengan menggunakan

pengadopsian ESOP pada perusahaan yang akan berdampak pada peningkatan kinerja serta nilai perusahaan, namun pada kedua perusahaan Arita Prima Indonesia Tbk. (API) dan MNC Kapital Indonesia Tbk. (BCAP) yang justru mengalami penurunan kinerja dan nilai perusahaan yang diproxy kan oleh ROA, SG dan PBV.

Tabel 1.2

***Research Gap* Penelitian Terdahulu**

No.	*Research Gap*	Isu	Penulis	Hasil
1.	Perbedaan pengaruh ESOP terhadap ROA perusahaan	Pengadopsian ESOP pada sebuah perusahaan mampu meningkatkan ROA perusahaan. pengadopsian ESOP akan meningkatkan kinerja karyawan yang terefleksikan pada laba bersih naik sehingga rasio ROA akan naik.	(Ngambi, Marcel., & Oloume, 2013)	Terdapat perbedaan pada ROA setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
			(Mardiantari, Ni., & Astika, 2015)	Terdapat perbedaan pada ROA setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
			(Veronica & Soekarno, 2015)	Tidak terdapat perbedaan pada ROA setelah pengadopsian ESOP

No.	*Research Gap*	Isu	Penulis	Hasil
				pada perusahaan
			(Ashwini, 2017)	Tidak terdapat perbedaan pada ROA setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
2.	Perbedaan pengaruh ESOP terhadap nilai perusahaan (PBV)	Pengadopsian ESOP mampu meningkatkan nilai perusahaan (PBV). Pengadopsian ESOP mengakibatkan Harga Pasar Saham naik dan rasio PBV juga akan naik.	(Mardiantari, Ni., & Astika, 2015)	Terdapat perbedaan pada PBV setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
			(Sunarsih dkk., 2018)	Terdapat perbedaan pada PBV setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
			(Qureyta, 2016)	Tidak terdapat perbedaan pada PBV setelah pengadopsian ESOP

No.	*Research Gap*	Isu	Penulis	Hasil
				pada perusahaan
			Carningsih (2012)	Tidak terdapat perbedaan pada PBV setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
3.	Perbedaan pengaruh ESOP terhadap *Sales Growth* perusahaan	Pengadopsian ESOP mampu meningkatkan *sales growth* perusahaan. pengadopsian ESOP menyebabkan produktivitas karyawan naik yang mengakibatkan penjualan naik dan rasio *Sales Growth* juga akan naik.	(Meng, Rujing et al., 2011)	Terdapat perbedaan pada SG setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
			(Susilawaty, Lilis., 2017)	Terdapat perbedaan pada SG setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan
			(Arsyad, 2018)	Tidak terdapat perbedaan pada SG setelah pengadopsian ESOP

No.	*Research Gap*	Isu	Penulis	Hasil
				pada perusahaan
			(Sinaga, 2019)	Tidak terdapat perbedaan pada SG setelah pengadopsian ESOP pada perusahaan

Sumber : Data Sekunder diolah peneliti, 2020

Berdasarkan dari tabel *research gap* yang telah memaparkan hasil dari berbagai penelitian oleh peneliti-peneliti sebelumnya, menunjukkan bahwa masih terdapat perbedaan hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya mengenai dampak pengadopsian ESOP pada perusahaan. Oleh karena hal tersebut, maka peneliti merasa masih diperlukan adanya penelitian lanjutan mengenai pengaruh pengadopsian ESOP pada perusahaan, serta dengan melakukan penambahan variabel *sales growth* yang berdampak akibat pengadopsian ESOP pada perusahaan dengan tujuan untuk mendukung penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya.

Selain itu, obyek penelitian yang digunakna pada penelitian ini yaitu

pada seluruh perusahaan terbuka yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mengumumkan pengadopsian ESOP selama 8 tahun terakhir terhitung dari tahun 2010 hingga pada tahun 2017. Dengan perbedaan yang dipilih yaitu 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah pengadopsiam ESOP pada perusahaan. Alasan pemilihan tahun tersebut oleh peneliti yaitu berdasarkan dari artikel acuan yang dipakai oleh peneliti yang menyarankan untuk meneliti ada tidaknya perbedaan kinerja kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan pasca pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada perusahaan. selain itu juga karena peneliti ingin mengetahui apakah pengadopsian ESOP pada perusahaan mampu memberikan dampak langsung terhadap tingkat kinerja dan nilai perusahaan dalam jangka pendek.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas , maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul : **ANALISIS KINERJA DAN NILAI PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH PENGADOPSIAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM* (ESOP) (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2010-2017).**

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan dari latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka dapat diidentifikasikan beberapa masalah sebagai berikut :

1. Dalam Teori keagenan menjelaskan bahwa masalah keagenan yang timbul pada perusahaan dapat diatasi dengan beberapa cara, salah sataunya yaitu dengan menggunakan program *Employee Stock Ownership Program* (ESOP). Yang kemudian akan dapat meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. pada fenomenanya ditemukan bahwa kinerja dan nilai pad beberapa perusahaan cenderung menurun setelah melakukan pengadopsian ESOP.

2. Dari berbagai hasil penelitian terdahulu masih banyak ditemukan banyak ketidaksesuaian hasil penelitian mengenai pengaruh ESOP terhadap kinerja perusahaan sebelum mengadopsi ESOP dengan kinerja perusahaan sesudah mengadopsi ESOP.

3. Adanya perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh ESOP terhadap nilai perusahaan sebelum mengadopsi ESOP dengan nilai perusahaan sesudah mengadopsi ESOP.

1.3 Cakupan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah yang telah diuraikan diatas, maka peneliti merasa perlu dilakukan adanya cakupan masalah yang akan menjadi ruang lingkup dalam penelitian ini. Penelitian ini membatasi cakupan permasalahan hanya difokuskan pada perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang melakukan pengadopsian ESOP (*Employee Stock Ownership Program*) yang dimulai pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2017 dengan perbedaan 1 tahun sebelum pengadopsian ESOP (*Employee Stock Ownership Program*) dan 1 tahun sesudah ESOP (*Employee Stock Ownership Program*).

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang, maka secara spesifik rumusan masalah penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat perbedaan pada ROA perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP ?
2. Apakah terdapat perbedaan pada Sales Growth perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP ?
3. Apakah terdapat perbedaan pada PBV perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP ?

1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian pada perumusan masalah, maka secara spesifik tjuan yang hendak dicapai penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pada ROA perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pada Sales Growth perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP
3. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pada PBV perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP

1.6 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan memiliki manfaat antara lain :

1. Manfaat Teoritis

   Bagi pengembangan ilmu pengetahuan, hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna sebagai masukan dan penambah

pengetahuan ilmu ekonomi dan diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu manajemen yang berkaitan dengan pengaruh *Employee Stock Ownership Programs* (ESOP) terhadap kinerja dan nilai perusahaan.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Peneliti

Dengan penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan dan referensi dalam melakukan penelitian lanjutan sejenis di masa yang akan datang.

b. Bagi Investor

Dengan penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan acuan atas pertimbangan pengambilan keputusan sebelum melakukan investasi diperusahaan-perusahaan.

c. Bagi Perusahaan

Dengan penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan acuan atas pertimbangan pengambilan keputusan yang berkaitan dengan pengadopsian *Employee Stock Ownership Programs* (ESOP) pada perusahaan.

1.7 Orisinilitas Penelitian

Ada beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian terdahulu yang sudah dilakukan oleh (Sunarsih dkk., 2018), yaitu :

1. Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian terdahulu yang dijadikan sebagai acuan dengan menambah variabel kinerja keuangan lain serta membedakan hasil kinerja dan nilai pada perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP sesuai dengan saran peneliti terdahulu yang dipengaruhi oleh pelaksanaan kebijakan ESOP dan berpengaruh pada nilai perusahaan . Dan peneliti menambahkan variabel *sales growth* berdasarkan dari penelitian yang dilakukan oleh (Zhu et al, 2013) dan (Rachmawati, 2013) .

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Kajian Teori Utama

2.1.1 Teori Keagenan

Teori keagenan (agency theory) dipopulerkan oleh Jensen, M. C. & Meckling, W, (1976). Teori ini muncul ketika terdapat adanya kontrak kerja sama antara manajer dan pemegang saham yang digambarkan dengan hubungan antara manajemen (*agent*) dan pemegang samaham (*principal*). Oleh karena itu, secara spesifik Jensen, M. C. & Meckling, W, (1976) mendefinisikan bahwa hubungan agensi yaitu suatu kontrak di mana satu atau lebih orang (*principle*) melibatkan orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa layanan atas nama mereka yang melibatkan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut.

Teori keagenan dapat diartikan sebagai potensi konflik kepentingan yang tercipta ketika para manajer diberi kekuasaan oleh para pemilik perusahaan untuk membuat keputusan dimana para manajer mungkin memiliki tujuan pribadi didalam keputusan diperusahaan tersebut (Brigham, 2006). Keterkaitan agensi ini berakibat

memunculkan masalah agensi yang dimana pihak *agency* akan berusaha untuk mengoptimalkan keperluan pribadinya dan cenderung untuk melalaikan keperluan prinsipal sedangkan tujuan utama dan terpenting dalam sebuah perusahaan yakni untuk mengoptimalkan kesejahteraan dan kesentosaan dari pemegang saham (Padli dkk, 2019).

Menurut (Brigham, 2006) dalam kontek menajemen keuangan, hubungan keagenan tersebut terdapat pada :

1. Hubungan Pemegang Saham dengan Manajer

   Permasalahan yang terjadi dalam hubungan antara pemegang saham dan manajer ini terjadi apabila manajer perusahaan mempunyai kepemilikan saham diperusahaan kurang dari 100%, maka dalam kondisi ini manajer cenderung akan mengelola perusahaan dengan kurang maksimal. Namun tidak menutup kemungkinan meskipun dengan keadaan seperti itu, seorang manajer tetap melakukan proses pengelolaan perusahaan secara maksimal. Namun hal itu dilakukan oleh manajer perusahaan dengan tujuan :

   a. Untuk meningkatkan keamanan atas pekerjaan mereka

   b. Untuk meningkatkan jabatan, status dan gaji mereka

c. Untuk meningkatkan kesempatan bagi manajer yang masih berada ditingkat bawah dan menengah

Terdapat beberapa mekanisme khusus yang dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan para pemegang saham :

a. Kompensasi Manajerial

Dengan adanya kompensasi yang diberikan oleh para manajer seperti bonus yang dibagikan berdasarkan keuntungan yang telah diperoleh perusahaan, maka karyawan akan menjadi semakin bersemangat dan semakin termotivasi dalam bekerja. Selain itu, pemberian opsi saham atau biasa disebut sebagai *Employee Stock Option Program* juga bisa menimbulkan rasa keterlibatan karyawan dalam arti kepemilikan perusahaan sehingga karyawan senantiasa bersedia meningkatkan produktivitas kinerjanya yang berimbas pada kinerja perusahaan.

b. Keterlibatan Langsung dari Pemegang Saham

Dengan adanya keterlibatan langsung atau intervensi

dari para pemegang saham, maka manajer akan merasa terus dimonitori dalam melakukan kegiatan operasional perusahaan, sehingga para manajer akan melakukan kegiatan pengelolaan perusahaan sesuai dengan kontrak yang telah disepakati.

c. Ancaman Pemutusan Hubungan Karyawan

Tindakan ini dilakukan apabila terjadi hal yang tidak sesuai dengan kontrak, misalnya apabila manajemen yang dilakukan sangat buruk sehingga memberikan dampak buruk juga terhadap perusahaan hingga berdampak kepada harga saham yang terlalu rendah.

2. Hubungan Pemegang Saham dengan Kreditur

Para pemegang saham juga sering menghadapi konflik dengan para kreditur. Hal itu dikarenakan selain mempunyai hak klaim atas aktiva perusahaan, para kreditur juga mempunyai hak klaim atas sebagaian laba perusahaan guna untuk pembayaran bunga serta pokok hutang lainnya. Namun para pemegang saham mempunyai kendali atas keputusan yang mempengaruhi profitabilitas dan risiko perusahaan melalui manajer.

Misalkan saja pada kasus pengambilan proyek yang berisiko besar, apabila pemegang saham dengan melalui manajer mengambil proyek tersebut dan menghasilkan keuntungan besar, maka pemegang saham akan diuntungkan dengan pemerolehan keuntungan tersebut, namun pengembalian kreditur masih akan tetap sama pada tingkat risiko yang rendah. Dan sebaliknya, apabila proyek tersebut menghasilkan kerugian atau gagal, maka yang akan dirugikan yaitu para pemegang obligasi atau kreditur.

Timbulnya masalah keagenan menyebabkan munculnya *agency cost* atau biaya keagenan. Menurut Jensen, M. C. & Meckling, W, (1976) terdapat 3 macam agency cost yaitu :

a. *Cost Monitoring* yang dikeluarkan oleh prinsipal, yaitu biaya-biaya yang dikeluarkan untuk memantau atau memonitor perilaku para agen, misalnya pada saat mengaudit laporan keuangan.

b. *Cost Bonding* ysang dikeluarkan oleh agen, yaitu biaya-biaya yang dikeluarkan guna untuk menjamin bahwa pihak agen tidak akan melakukan tindakan ertentu yang dapat merugikan prinsipal. Misalnya adalah mempersiapkan

laporan keuangan.

c. Kerugian residual, yaitu jumlah kerugian yang dialami oleh prinsipal yang disebabkan oleh adanya penyimpangan prilaku dan terlalu mahal untuk menghilangkan semua perilaku oportunistik.

Menurut Eisenhardt (1989) dalam (Ashwini, 2017) menyatakan bahwa teori agensi menggunakan 3 asumsi sifat manusia yaitu :

1. Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*),
2. Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai presepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan
3. Manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*)

Dilihat dari asumsi sifat dasar manusia tersebut dapat dilihat bahwa konflik agensi yang sering terjadi antara agen dengan prinsipal dipicu oleh adanya sifat-sifat dasar tersebut. Dimana pihak agen (manajer) yang cenderung lebih mementingkan kepentingan pribadinya dalam mengelola perusahaan dibandingkan kepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Padahal sebagai manajer seharusnya memihak kepada kepentingan pemegang saham, Hal itu dikarenakan

mereka merupakan pihak yang memberikan kuasa kepada manajer untuk menjalankan perusahaan (Ashwini, 2017).

Adanya masalah agensi tersebut dapat diminimumkan dengan meningkatkan *insider ownership* dengan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan pihak manajemen (Yulianto, 2013). Perusahaan meningkatkan bagian kepemilikan manajemen guna untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan para pemegang saham, sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham (Putri & Nasir, 2006), Salah satu cara mensejajarkan kepentingan tersebut yaitu dengan menerapkan program kepemilikan saham oleh karyawan perusahaan atau umumnya dikenal dengan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) (Pugh et al., 2000).

2.2 Kajian Variabel Penelitian

2.2.1 Kinerja Perusahaan

Kinerja keuangan dapat diartikan sebagai deskripsi kondisi keuangan perusahaan dalam periode tertentu (Sukmawardani, D.,& Ardiansari, 2018). Kinerja keuangan perusahaan menggambarkan kondisi keuangan perusahaan yang dianalisis dengan alat analisis keuangan sehingga dapat mengetahui kondisi keuangan perusahaan

yang sehat yang mencerminkan prestasi kerja perusahaan dalam periode tertentu (Safitri,R.d., & Yulianto, 2015) .Hal tersebut penting untuk dianalisis perusahaan sebagai acuan dalam melakukan kebijakan dan keputusan di masa yang akan datang terkait keputusan finansial. Selain itu, kinerja keuangan juga sebagai tolak ukur keberhasilan perusahaan dalam mengelola modal yang ada agar bisa mendapatkan laba semaksimal mungkin.

Kinerja keuangan perusahaan menggambarkan kondisi keuangan perusahaan yang dianalisis dengan alat analisis keuangan sehingga dapat mengetahui kondisi keuangan perusahaan yang sehat yang mencerminkan prestasi kerja perusahaan dalam periode tertentu

Kinerja perusahaan merupakan isu penting terutama di era globalisasi yang informasinya dibutuhkan oleh para stakeholder perusahaan, dan informasi tersebut bisa dilihat dari laporan keuangan (Hutnaleontina, 2016). Atau dapat didefinisikan juga sebagai hasil dari serangkaian proses bisnis yangmana dengan pengorbanan beragai macam sumber daya yaitu bisa sumber daya manusia dan juga keuangan perusahaan (Ashwini, 2017).

Dari beberapa pengertian tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa

kinerja perusahaan merupakan hasil dari berbagai input dalam proses bisnis yang kemudian dapat dijadikan sebagai informasi bagi para *stakeholder* perusahaan yang disajikan didalam laporan keuangan. Pengukuran kinerja yang dilakukan secara berkala berguna untuk melihat kemajuan yang telah dicapai oleh perusahaan dan bermanfaat bagi pengambilan keputusan manajemen perusahaan.Untuk mengukur kinerja keuangan suatu perusahaan, salah satu cara yang bisa dilakukan adalah dengan melihat laporan keuangan. Data yang didapat dari laporan keuangan (Arsyad, 2018).

Berikut merupakan rasio profitabilitas, rasio pertumbuhan dan rasio penilaian menurut Sugiono & Untung, (2016:57) :

2.2.1.1 Rasio Profitabilitas

Rasio ini bertujuan untuk mengukur efektivitas manajemen yang tercermin pada imbalan atas hasil investasi melalui kegiatan perusahaan atau dengan kata lain mengukur kinerja perusahaan secara keseluruhan dan efisiensi dalam pengelolaan kewajiban dan modal (Sugiono & Untung, 2016:66).

1. *Gross Profit Margin*

Rasio ini menunjukkan berapa besar keuntungan kotor yang diperoleh dari menjual produk (Sugiono & Untung, 2016:66).

2. *Net Profit Margin / Return On Sales* (ROS)

Rasio ini menunjukkan berapa besar keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan. jika profit margin suatu perusahaan lebih rendah dari rata-rata industrinya, maka hal ini dapat disebabkan oleh harga jual perusahaan lebih rendah daripada perusahaan pesaing (Sugiono & Untung, 2016:67).

3. *Cash Flow Margin*

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk merubah penjualan menjadi aliran Kas (Sugiono & Untung, 2016:67).

4. *Return On Asset (ROA)*

Return on Asset (ROA) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh aset yang ada (Sugiono & Untung, 2016:68). Rasio ini salah satu bentuk rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk mendanai semua dana yang diinvestasikan dalam kegiatan operasi perusahaan yang bertujuan menghasilkan laba dengan menggunakan asetnya (Wardoyo, 2013)

5. Return On Equity (ROE)

Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh modal yang ada (Sugiono & Untung, 2016:68).

Dalam penelitian ini, dalam mengukur kinerja perusahaan peneliti menggunaka rasio *Return On Asset (ROA)*. Hal itu dikarenakan ROA mampu merefleksikan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh hasil atas sumber daya keuangan yang ditanamkan pada perusahaan.

Sehingga alasan digunakannya rasio ROA dalam penelitian ini karena rasio tersebut mempunyai arti yang sangat penting yaitu merupakan salah satu teknik yang bersifat menyeluruh (*comprehensive*) (Munawir, 2007:91).

2.2.1.2 Rasio Pertumbuhan

Rasio pertumbuhan merupakan rasio yang digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisi ekonominya di tengah pertumbuha ekonomi (Kasmir, 2012 : 106). Adapun jenis-jenis rasio pertumbuhan yaitu :

1. *Sales Growth*

Sales Growth atau pertumbuhan penjualan menunjukan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan penjualannya dibandingkan dengan total penjualan secara keseluruhan (Kasmir, 2012 : 107)

2. Pertumbuhan Laba Bersih

Pertumbuhan laba bersih menunjukan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan kemampuannya untuk memperoleh keuntungan bersih dibandingkan dengan total keuntungan secara keseluruhan (Kasmir, 2012 : 107).

3. *Earnings per share* (EPS)

Rasio per lembar saham atau yang disebut dengan nilai buku merupakan rasio yang digunakan untuk mnegukur keberhasilan menajemen dalam mencapai keuntungan bagi pemegang saham (Kasmir, 2012 : 107).

x 100%

4. Pertumbuhan deviden per saham

Pertumbuhan dividen per saham menunjukan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan kemampuannya untuk memperoleh dividen saham dibandingkan dengan total dividen per saham secara keseluruhan (Kasmir, 2012 : 107).

Dalam rasio penelitian ini, peneliti menggunakan rasio *Sales Growth* untuk menggambarkan kinerja perusahaan dari segi rasio pertumbuhannya . Menurut Janes and Kato (1995) dalam (Zhu et al, 2013) hal ini dikarenakan bahwa sesuai dengan teori keagenan yang menggunakan ESOP sebagai salah satu cara guna untuk mengatasi masalah keagenan dengan harapan mampu memberikan rasa memiliki terhadap perusahaan tersebut, dan para karyawan akan berusaha untuk meningkatkan produktivitas kerjanya sehingga dapat direfleksikan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang dihasilkan sebagai output dari naiknya tingkat kinerja karyawan

2.2.2 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai yang menunjukkan berapa harga yang bersedia dibayarkan oleh investor untuk perusahaan. Setiap perusahaan selalu berupaya untuk memaksimalkan nilai perusahaannya, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan maka perusahaan juga berusaha untuk memaksimalkan kemakmuran bagi pemegang saham (Arsyad, 2018). Nilai perusahaan bisa d

ilihat dari harga sahamnya. Terdapat beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur nilai perusahaan yaitu sebagai berikut :

2.2.2.1 Rasio Penilaian (*Valuation Ratio*)

Rasio ini bertujuan menjadi tolok ukur yang mengkaitkan hubungan antara harga saham biasa dengan pendapatan perusahaan dan nilai buku saham atau mencerminkan perfomance perusahaan secara keseluruhan. Dapat dikatakan juga pula bahwa rasio ini mengkaitkan antara kondisi internal dengan kondisi pasar (*market measure*) (Sugiono & Untung, 2016:69)

1. *Price Earning Rasio* (PER)

Rasio ini diperoleh dari harga pasar saham biasa dibagai dengan laba persahaman (*earning per share*), maka semakin tinggi rasio ini akan mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan juga semkain membaik (Sugiono & Untung, 2016:70).

2. *Price to Book Value* (PBV)

Rasio Ini mengambarkan seberapa besar pasar menghadapi nilai buku saham suatu perusahaan (Sugiono & Untung, 2016:70).

Pada penelitian ini, untuk mengukur nilai perusahaan menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV). Hal ini dikarenakan selain rasio ini banyak digunakan dalam pengambilan keputusan investasi, PBV juga mempunyai berbagai keunggulan dibandingkan dengan rasio penilaian yang lainnya. Dalam perhitungan PBV menggunakan rasio nilai buku, yang mana nilai buku merupakan sebuah ukuran yang sederhana namun mempunyai tingkat kestabilan tinggi yang dapat dibandingkan dengan harga pasar. Selain itu, dengan PBV dapat menunjukkan perbedaan mahal atau murahnya harga saham antar perusahaan yang sejenis. Sehingga dapat dikatakan bahwa dengan rasio PBV ini dapat memberikan gambaran mengenai potensi pergerakan harga suatu saham. Dengan kata lain, secara tidak langsung rasio PBV ini juga dapat memberikan pengaruh terhadap harga saham.

2.2.3 *Employee Stock Ownership Program* (ESOP)

Employee Stock Ownership Program dapat didefinisikan sebagai rencana penangguhan keuntungan karyawan dengan cara mendapatkan saham kepemilikan perusahaan (Klein, 1987) atau juga dapat dikatakan sebagai program kepemilikan saham oleh karyawan atas saham perusahaan dimana karyawan tersebut bekerja (Bapepam, 2002). Pada teorinya, ESOP akan mampu memotivasi penerimanya atau karyawan tersebut dengan memberikan timbal balik berupa rasa kepemilikan atau *belongingness* pada perusahaan. tentu saja dengan adanya rasa kepemilikan oleh karyawan kepada perusahaan tersebut akan memotivasi karyawan untuk terus meningkatkan produktivitasnya dalam perusahaan tersebut (Brigham, Eugene F., 2010).

Menurut (Bapepam, 2002), terdapat beberapa tujuan umum diselenggarakannya *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) yaitu sebagai berikut :

a. Memberikan penghargaan (*reward*) kepada seluruh pegawai, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya terhadap meningkatnya kinerja perusahaan.

b. Menciptakan keselarasan kepentingan serta misi dari pegawai dan pejabat eksekutif dengan kepentingan dan misi pemegang

saham, sehingga tidak ada benturan kepentingan antara pemegang saham dan pihak-pihak yang menjalankan kegiatan usaha perusahaan.

c. Meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan terhadap perusahaan karena mereka juga merupakan pemilik perusahaan, sehingga diharapkan akan meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan.

d. Menarik, mempertahankan, dan memotivasi (*attract, retain, and motivate*) pegawai kunci perusahaan dalam rangka peningkatan shareholders' value.

e. Sebagai sarana program sumber daya manusia untuk mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan jangka panjang, karena ESOP pada dasarnya merupakan bentuk kompensasi yang didasarkan atas prinsip insentif, yaitu ditujukan untuk memberikan pegawai suatu penghargaan yang besarnya dikaitkan dengan ukuran kinerja perusahaan atau *shareholders' value*.

Menurut (Bapepam, 2002) terdapat beberapa sarana dan pendekatan yang dapat dilaukan oleh perusahaan dalam pelaksanaan

Employee Stock Ownership Program pada perusahaan yaitu :

1. **Pemberian Saham secara langsung (*Stock Grants*)**

Stock Grants berarti perusahaan menghibahkan saham milik perusahaan kepada karyawan-karyawan yang terpilih sebagai bentuk dari kompensasi berupa bonus. Hibah ini dapat berupa hibah tanpa pembatasan (*non restricted*) dan hibah dengan pembatasan (*restricted*) (Sinaga., 2019).

Pemberian saham tanpa pembatasan (*non restricted*) adalah suatu pemberian penghargaan berupa saham yang biasanya diberikan kepada karyawan kunci untuk mencapai tujuan keuangan atau tujuan strategis. Penghargaan ini mirip dengan suatu bonus kas tradisional tetapi bedanya penghargaannya dalam bentuk saham (Ashwini, 2017).

Sementara yang dimaskud dengan Pemberian saham dengan pembatasan (*restricted*) adalah suatu penghargaan yang dibatasi hanya untuk karyawan perusahaan yang telah memenuhi syarat-syarat yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Pembatasan ini dapat berupa suatu jadwal tunggu berdasarkan waktu yang mengharuskan karyawan untuk tetap di perusahaan selama suatu jangka waktu tertentu sebelum

seluruh kepemilikan atas seluruh sahamnya ditransfer. Pengunduran diri atau pemutusan hubungan kerja karyawan sebelum memenuhi ketentuan tersebut akan berakibat pada hilangnya hak atas pemberian saham yang belum terlewati masa tunggunya dan akan dikembalikan ke perusahaan (Ashwini, 2017)

2. Program Pembelian Saham Oleh Karyawan (*Direct Employee Stock Purchase Plans)*

Direct Employee Stock Purchase Plans merupakan suatu program dimana karyawan dapat membeli saham milik perusahaan dengan persyaratan yang menguntungkan. Program ini memungkinkan karyawan untuk membayar saham yang telah ia beli melalui pemotongan gaji. Namun, pada pelaksanaan program ini mengharuskan karyawan untuk melakukan pembayaran dimuka (*up front*). Karena sistem pembayaran yang harus dilakukan dimuka tersebut, maka membuat program pembelian saham oleh karyawan secara umum kurang populer di perusahaan yang ada di Indoensia (biasanya kurang dari 25% dari karyawan perusahaan yang memenuhi syarat), juga tidak akan merubah

ekuitas perusahaan dalam jumlah besar kepada tenaga kerjanya bila dibandingan dengan program kepemilikan saham yang lain (Sinaga, 2019).

Program ini hampir sama dengan pembelian saham pada umumnya, hanya saja pada program pembelian saham ini, karyawan mendapatkan keuntugan dengan mendapatkan kesempatan membeli saham dengan harga yang lebih rendah daripada harga yang beredar dipasar (Ashwini, 2017).

3. Program Opsi Saham (*Stock Option Plans*)

Menurut Arsyad, (2018) dalam program Opsi Saham (*Stock Option Plans)* perusahaan memberikan kepada karyawan secara perorangan hak kontraktual, atau opsi, untuk membeli suatu jumlah tertentu atas saham perusahaan sepanjang periode waktu tertentu, membayar dengan harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian. Biasanya berkisara antara 5 tahun sampai 10 tahun dimulai pada tanggal pemberian dan harganya sesuai dengan harga pasar wajar saham pada saat pemberian. Konsep ini menekankan bahwa jika harga saham perusahaan meningkat dalam tahun-tahun setelah pemberian, karyawan mendapatkan

keuntungan dengan membeli saham pada harga yang lebih rendah yaitu harga yang berlaku pada waktu pemberian dan kemudian menjualnya dengan harga yang lebih tinggi setalah harga saham mengalami peningkatan. Nilai opsi saham bergantung pada kinerja perusahaan dimasa yang akan datang.

4. *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs)

Employee Stock Ownership Plans (ESOPs) Merupakan program pensiun yang dirancang guna menerima kontribusi perusahaan pada suatu pengelola dana yang akan melakukan investasi pada saham perusahaan untuk kepentingan karyawan. Program inilah yang awal mulanya dipelopori oleh Keslo, seorang investment banker. ESOPs dirancang untuk investasi terutama dalam saham perusahaan yang mendukungnya. Perusahaan membuat suatu akun, yaitu akun Trust setiap tahun atas nama masing-masing karyawan. Kebanyakan perusahaan akan mengkontribusi ke program pensiun. Kontribusi tersebut bisa berupa saham ataupun berbentuk kas yang digunakan untuk membeli saham perusahaan. Saham yang diperoleh dialokasikan ke akun perorangan yang dikelola untuk masing-masing karyawan. Para

karyawan menerima saldo akun setelah pensiun atau pemberhentian oleh perusahaan (Arsyad, 2018).

5. Phantom Stock & Stock Appreciation Rights (SARs)

Stock Appreciation Rights (SARs) dan *Phantom Stock* adalah penangguhan kompensasi yang khusus dan alat kompensasi insentif yang dirancang untuk memberikan karyawan keuntungan ekonomis atas kepemilikan saham tanpa disertai terjadinya transfer saham sesungguhnya. Dalam bentuk ini, karyawan tidak dapat disebut sebagai pemilik perusahaan karena tidak adanya transfer kepemilikan. Program *SARs* merupakan sebuah hibah kepada seorang karyawan yang memberikannya hak pada suatu waktu tertentu di masa yang akan datang untuk menerima penghargaan berupa kas sebesar kenaikan dalam nilai dari sejumlah bagian saham tertentu sebuah perusahaan (Ashwini, 2017).

SARs dan *phantom stock* biasanya digunakan pada perusahaan milik keluarga yaitu keluarga yang tidak menginginkan untuk melepaskan kepemilikan sahamnya. Program-program ini juga dapat digunakan untuk memberikan ekuitas seperti insentif yang dikaitkan dengan kinerja

dari suatu divisi perusahaan atau anak perusahaan. Juga dapat digunakan untuk memberikan penghargaan kepada karyawan asing yang dikarenakan kompleksitas hukum dan administrasi dari hukum negara asalnya membuatnya sulit untuk diberikan penghargaan berupa surat berharga (Ashwini, 2017).

Selain *Employee Stock Option Program* (ESOP) yang berarti pemberian opsi saham kepada seluruh karyawan yang terpilih, program opsi ini juga dapat dilakukan dengan hanya memberikan opsi saham kepada jajaran manajemen saja. Apabila diberikan hanya kepada jajaran manajerial, maka program opsi ini disebut dengan *Management Stock Option Program* (MSOP). Hal yang membedakan ESOP dengan MSOP hanyalah target sasaran pemberian opsi saham oleh perusahaan. Selain ESOP dan MSOP, perusahaan juga seringkali menyebut MESOP atau EMSOP dalam laporan keuangan. Dalam pelaksanaanya, tidak terdapat perbedaan antar program ESOP dan MESOP atau EMSOP, selain hanya target sasaran pemberian opsi saham dalam perusahaan (Sinaga, 2019).

Oleh karena itu, yang dimaksud dengan ESOP dalam penelitian ini yaitu termasuk MSOP, MESOP dan EMSOP. Yakni pemberian opsi saham perusahaan kepada orang dalam perusahaan baik kepada karyawan maupun kepada jajaran manajerial.

2.3 KAJIAN PENELITIAN TERDAHULU

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh beberapa peneliti, dimana hasil penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti tersebut masih menunjukkan hasil yang belum konsisten atau berbeda-beda satu sama yang lain. Ketidak konsistenan hasil penelitian dari beberapa peneliti tersebut dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 2.1

Penelitia Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
1	Borztant, Liza & Thomas, (1995)	*ESOPS in Publicly Held Companies : Eidence on Productivity and Firm Performance*	1. ESOP 2. Sales for employee 3. TAT 4. Cashflow per share 5. ROA 6. NPM	*Wilcoxon signed rank test*	Penerapan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap Sales for employee, TAT, Cashflow per share, ROA, NPM
2	(Pugh et al., 2000)	*The Effect of ESOP Adoptions on Corporate*	1. ESOP 2. NPM 3. ATO	paired sample t-test	ESOP terdapat perbedaan terhadap ROE, ROA dan

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		Performance: Are there Really Performance Changes?	4. ROA 5. ROE 6. Debt to Asset 7. Labor Cost to Sales (LCS)		NPM. Sedangkan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap ATO, DA, dan LCS
3	(Hardinata, 2007)	Analisis penerapan employee stock ownership program (ESOP) terhadap reaksi pasar dan hubungannya dengan kinerja perusahaan yang go public di bej	1. ESOP 2. ROE 3. ROA 4. Sales Growth	Analisis Regresi	Pengadopsian ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap ROA, ROE, dan Sales Growth.
4	(Pandansari, M, 2010)	Analisis perbandingan Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah mengadaka	1. ESOP 2. ROE 3. ROA 4. NPM 5. TAT	Wilcoxon Signed-Rank test dan Mann-Whitney U test	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		n ESOP dengan perusahaan yang tidak mengadakan ESOP			sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP, selain itu juga tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang mengadopsi ESOP dan perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP.
5	(Meng, Rujing et al., 2011)	*Employee Stock Ownership Plans and Their Effect On Productivity : The Case Of Huawei*	1. ESOP 2. ROA 3. ROE 4. Sales Growth 5. Tobin's q	dummy	ESOP terdapat perbedaan terhadap ROA, ROE, dan Sales Growth
6	(Odero, 2013)	*The Effect Of Adoption Of Employee Share Ownership*	1. ESOP 2. ROA	paired sample t-test	Pengadopsian ESOP terdapat perbedaan terhadap ROA perusahaan.

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		Plans On Financial Perfomance Of Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange			
7	(Ngambi, Marcel., & Oloume, 2013)	*Employee Share Ownership and Firm Performance: Evidence From A Sample of Cameroonian Firms.*	1. ESOP 2. ROE 3. ROE	Teknik Analisis Matematik	Penerapan ESOP terdapat perbedaan terhadap ROA, sedangkan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap ROE
8	(Hartono & Wibowo, 2016)	Pengaruh Employee Stock Ownership Program terhadap kinerja perusahaan publik diBursa Efek Indonesia	1. ESOP 2. ROE 3. ROA 4. NPM 5. TAT 6. DAR 7. CR	*paired sample t-test*	Penerapan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap ROE, ROA, NPM, TAT, DAR dan CR
9	(Haosana & Hatane, 2015)	Peranan Employee Stock	1. ROA 2. ESOP	Uji Regresi Linier	ESOP, HCE dan ATO terdapat

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		Ownership Program, Human Cost Efficiency dan Total Aset Turnover Terhadap Return On Asset	3. HCE 4. ATO	Berganda	perbedaan terhadap ROA
10	(Mardiantari, Ni., & Astika, 2015)	Kinerja keuangan Perusahaan disekitar Peristiwa Pengumuan ESOP dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahan	1. ESOP 2. ROA 3. PBV	Uji beda dua rata-rata berpasangan untuk hipotesis pertama dan analisis regresi sederhana (uji t) yang didahului dengan uji asumsi klasik untuk hipotesis kedua	Pelaksanaan ESOP di perusahaan mampu meningkatkan ROA perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan pelaksanan
11	(Veronica & Soekarn	*Indonesian Corporate Performanc*	1. ESOP 2. PBV	*Paired Sample T-Test*	ESOP terdapat perbedaan

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
	o, 2015)	*e Analysis Based on Employee Stock Ownership Program (ESOP) Implementation*	3. EPS		meningkatkan PBV, selain itu juga ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap EPS
12	(Poornima, Kala, & Kala, 2015)	*Impact of Employee Stock Options on Corporate Performance with Special reference to selected services companies in India*	1. ESOP 2. TATO 3. ROA 4. NPM	*Whitney U Test*	Penerapan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap TATO, ROA, dan NPM
13	(Daletha, 2016)	Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Pelaksanaan Employee Stock Option Program	1. ESOP 2. ROA 3. TATO 4. CR 5. DER	*Paired Sample t-test*	Pengadopsian ESOP dalam perusahaan tidak terdapat perbedaan terhadap ROA, TATO, CR dan DER

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		(ESOP) (Studi Kasus PAda Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indoensia Periode 2008-2011).			
14	(Ashwini, 2017)	Pengaruh Penerapan Employee Stock Ownership Program (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia	1. ESOP 2. NPM 3. ROA 4. ROE 5. TAT	*Mann Whitney u-test dan Paired Sample t-test*	Pengadopsian ESOP tidak terdapat perbedaan pada Net Profit Margin, Return on Asset, Return on Equity, serta Total Asset Turnover sebelum dan sesudah perusahaan menerapkan Employee Stock Ownership Program.
15	Susilawaty, Lilis., (2017)	Analisis Dampak Penerapan	1. ESOP 2. ROA	*Wilcoxon Signed Rank*	ESOP terdapat perbedaan

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		ESOP terhadap Kinerja Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	3. NPM 4. Sales Growth	*Test*	terhadap sales growth, sedangkan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap ROA dan NPM
16	(Sunarsih dkk., 2018)	Pengaruh Penerapan Employee Stock Option Plan (ESOP) Pada Kinerja Keuangan da Nilai Perusahaan di Burs Efek Indonesia	1. ESOP 2. ROA 3. PBV	*paired sample t-test*	Pengadopsian ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap ROA perusahaan namun pengadopsian ESOP terdapat perbedaan terhadap nilai perusahaan
17	(Askandar, 2018)	Analisis Kinerja Perusahaan sebelum dan sesudah menerapkan ESOP (Employe Stock Ownership	1. ESOP 2. ROA 3. ROE	*paired sample t-test*	ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA dan ROE

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		Programs) Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI			
18	(Arsyad, 2018)	Analisis Penerapan Employe Stock Ownership Program Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	1. ESOP 2. ROA 3. ROE 4. NPM 5. EPS *6. Sales Growth* *7. Tobin's q*	*paired sample t-test dan wilcoxon signed rank test.*	Penerapan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap ROA, ROE, EPS, Sales Growth. sedangkan ESOP terdapat perbedaan terhadap NPM dan tidak berpengaruh terhadap Nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q*
19	(Melinda et al., 2019)	Pengaruh Program Kepemilikan Saham Karyawan Terhadap	1. ESOP 2. ROE 3. ROA	Metode regresi data panel	program ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap kinerja

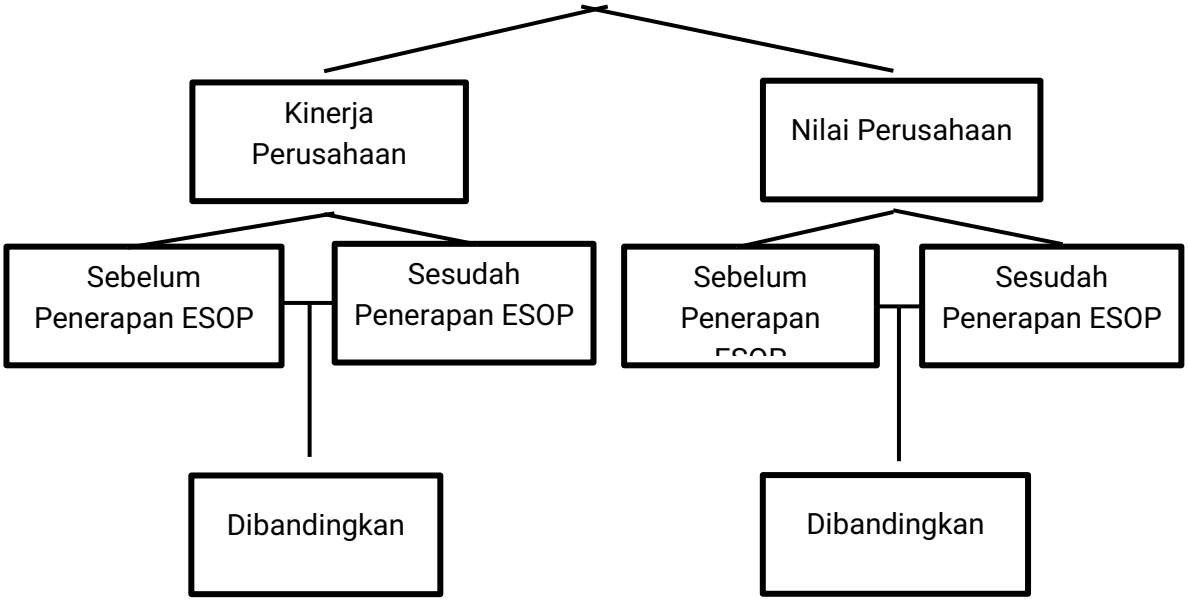
No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		Kinerja Keuangan Perusahaan Publik di Indonesia			perusahaan.
20	(Padli, Diana, & Afifudin, 2019)	Analisis Perbedaan Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan sebelum dan sesudah Penerapan Employee Stock Option Plan (ESOP) pada Perusahaan Yang Terdaftar diBEI Periode 2015-2017	1. ESOP 2. Abnormal Return 3. PBV	*Wilcoxon signed rank test*	Penerapan ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap kinerja perusahaan Sedangkan penerapan ESOP terdapat perbedaan terhadap nilai perusahaan
21	(Sinaga, S. Monika., 2019)	Analisis Kebijakan Employee Stock Option Program (ESOP) terhadap	1. ESOP 2. NPM 3. ROA 4. ROE 5. DER	*Paired Samples T-test*	Pengadopsian ESOP tidak terdapat perbedaan terhadap NPM, ROA, ROE, DER dan Sales Growth

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil penelitian
		Kinerja Perusahaan	6. Sales Growth		

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2020

2.4 Kerangka Pemikiran

Perusahaan yang mengadopsi ESOP



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Sumber : Disusun untuk skripsi, 2020

Berdasarkan dari model penelitian diatas, dapat diketahui bahwa dalam penelitian ini peneliti mencoba untuk membandingkan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP dengan menggunakan pengukuran *Return On Assets* (ROA) dan *Sales Growth*, selain itu juga peneliti mencoba untuk membandingkan nilai perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP dengan menggunakan pengukuran *Price Book Value* (PBV).

2.4.1 Penerapan *Employee Stock Ownership Program* dengan *Return On Asset* (ROA)

Employee Stock Ownership Program atau ESOP merupakan program kepemilikan saham oleh karyawan atas saham perusahaan dimana karyawan tersebut bekerja (Bapepam, 2002). ESOP juga dapat didefinisikan sebagai program kompensasi terhadap karyawan, dimana karyawan-karyawan yang terpilih atau yang mempunyai kinerja baik akan mendapatkan kompensasi berupa saham (Pandansari, M, 2010).

Dari beberapa tujuan penerapan ESOP pada perusahaan yang dijelaskan oleh (Bapepam, 2002), dengan adanya keterlibatan karyawan dalam kepemilikan saham perusahaan, diharapkan mampu memotivasi karyawan untuk terus meningkatkan produktivitas dan kinerjanya dalam perusahaan tersebut. Hal yang serupa juga dikatakan oleh (Brigham, 2006) pada teorinya yang menyebutkan bahwa ESOP akan memotivasi penerimanya (karyawan) dengan cara memberikan timbal balik berupa rasa kepemilikan atau *belongingness* pada perusahaan. Rasa memiliki tersebutlah yang memotivasi karyawan untuk melakukan sesuatu yang

dapat meningkatkan keuntungan perusahaan yang secara langsung akan mempengaruhi kinerja perusahaan yang dapat terlihat dari analisis rasio-rasio keuangan perusahaan itu sendiri (Pandansari, M, 2010).

Ngambi, Marcel., & Oloume, (2013) dalam penelitiannya juga megemukakan hasil penelitian bahwa terdapat perbedaan kinerja perusahaan yang diwakili oleh variabel *Return On Asset* (ROA) sebelum dan sesudah penerapan kebijakan pengadopsian Employee Stock Ownership Program (ESOP) pada perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, hipotesis penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut :

H1 : Terdapat perbedaan nilai ROA perusahaan setelah pengadopsian ESOP dibandingkan dengan sebelum pengadopsian ESOP oleh perusahaan.

2.4.2 Penerapan *Employee Stock Ownership Program* dengan *Sales Growth* (SG)

Menurut Bapepam, (2002) Penerapan kebijakan pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* pada perusahaan mempunyai beberpa tujuan strategis diantaranya memberikan penghargaan atau

reward , menciptakan keselarasan kepentingan serta misi dari pegawai dan para manajemen serta pemegang saham, meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan terhadap perusahaan, menarik ,mempertahankan dan serta memotivasi para pegawai, serta sebagai sarana program sumberdaya manusia untuk mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan jangka panjang

Susilawaty & Dewi, (2017) dalam meneliti mengenai dampak penerapan pengdopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) bahwa terdapat perbedaan kinerja perusahaan yang diwakili dengan variabel *Sales Growth* sebelum dan sesudah pengadopian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP). Hal itu sejalan dengan penelitian yang dilakukan Zhu et al., (2013) meneliti mengenai analisis perbandingan dampak pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada perusahaan yang telah melakukan pengadopsian ESOP dengan perusahaan yang tidak melakukan pengadopsian ESOP. Perusahaan yang diteliti yaitu Huawei dan ZTE. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa pada tahun 2006-2010 *Sales Growth* keduanya terpaut Huawei lebih tinggi sebesar 22% dibandingkan dengan ZTE. Hal yang serupa juga dilakukan oleh Rachmawati, (2013).

Berdasarkan uraian diatas, hipotesis penelitian yang diajukan

adalah sebagai berikut :

H2 : Terdapat perbedaan nilai *sales growth* perusahaan setelah pengadopsian ESOP dibandingkan dengan sebelum pengadopsian ESOP oleh perusahaan.

2.4.3 Penerapan *Employee Stock Ownership Program* dengan *Price to Book Value* (PBV)

Penerapan kebijakan *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) dapat dilakukan dengan berbagai cara, diantaranya yaitu perusahaan memberikan saham secara langsung kepada karyawan secara cuma-cuma kepada kayawan kunci, menjual saham kepada karyawan dengan kesepaatan yang menguntungkan bagi karyawan misalnya dengan harga jual yang lebih rendah, dan juga memberikan opsi saham karyawan untuk membeli saham perusahaan dengan harga tertentu dan pada periode tertentu. Cara tersebut bisa digunakan untuk meningkatkan motivasi karyawan terhadap perusahaan. Menurut Arsyad, (2018) tingkat motivasi karyawan berbanding lurus dengan emosi karywan. Tingkat emosi karyawan akan selaras dengan kinerja karyawan di dalam perusahaan. dengan hal tersebut diharapkan ketika karyawan bekerja

baik, dalam jangka panjang bisa berdampak pula terhadap meningkatnya nilai perusahaan.

Dalam penelitian Mardiantari & Astika, (2015) mengemukakan bahwa terdapat perbedaan nilai perusahaan sebelum dan sesudah perusahaan melakukan pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) yang diukur dengan menggunakan variabel *Price to Book Value* (PBV).

Berdasarkan uraian diatas, hipotesis penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut :

H3 : Terdapat perbedaan nilai PBV perusahaan setelah pengadopsian ESOP dibandingkan dengan sebelum pengadopsian ESOP oleh perusahaan.

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan mengenai pengaruh *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Tidak terdapat perbedaan *Return On Asset* (ROA) perusahaan setelah pengadopsian ESOP dibandingkan dengan sebelum pengadopsian ESOP
2. Terdapat perbedaan *Sales Growth* perusahaan setelah pengadopsian ESOP dibandingkan dengan sebelum pengadopsian ESOP
3. Terdapat perbedaan *Price to Book Value* (PBV) perusahaan setelah pengadopsian ESOP dibandingkan dengan sebelum pengadopsian ESOP

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah diuraikan diatas, maka saran yang dapat diberikan oleh peneliti adalah sebagai berikut :

5.2.1 Teoritis

Bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk dapat memperpanjang periode waktu pengamatan serta memperbanyak jumlah sampel dalam penelitian dengan menambahkan pengumuman *event* ESOP yang lain dalam penelitian. Sehingga generalisasi yang dari hasil penelitian yang didapatkan menjadi lebih kuat dan mampu menambah wawasan dalam penelitian serupa yang juga mengenai tentang perbedaan kinerja dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah pengadopsian ESOP pada perusahaan.

5.2.2 Praktis

1. Bagi perusahaan

   Perusahaan yang hendak melakukan pengadopsian ESOP sebaiknya mempertimbangkan secara matang mengenai persiapan-persiapan yang diperlukan dalam pengadopsian ESOP. Seperti halnya melakukan pengenalan atau edukasi terlebih dahulu

mengenai program ESOP terhadap karyawan mengenai pembagian porsi saham karyawan serta berbagai benefit yang akan diperoleh bagi perusahaan maupun karyawan itu sendiri. Dengan harapan karyawan juga akan termotivasi untuk berkontribusi dalam pertumbuhan perusahaan dan dampak dari kebijakan pengadopsian ESOP juga dapat dirasakan secara maksimal bagi pihak-pihak yang bersangkutan.

2. Bagi Investor

Investor maupun calon investor hendaknya Tidak hanya mempertimbangkan dari sisi pengadopsian *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) oleh perusahaan, namun juga dari sisi analisis fundamental lainnya serta tata kelola yang dilakukan oleh perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Andika, Wifaqul., & Witiastuti, S, R. (2017). Analisis Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) Sebagai Alat Pengukur Kinerja Perusahaan Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham. *Management Analysis Journal Universitas Negeri Semarang*, *6*(3), 221–241. https://doi.org/10.1007/978-3-319-32591-0_16

Ang, R. (2001). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Media Soft Indonesia.

Arsyad, M. Y. (2018). Analisis Penerapan Employee Stock Ownership Program Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*.

Ashwini, P. (2017). Pengaruh Penerapan Employee Stock Ownership Program (ESOP) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*.

Askandar, N. S. (2018). Analisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah menerapkan esop (employee stock ownership programs) pada perusahaan yang terdaftar di bei. *E-Jra*, *07*(10), 52–59.

Bapepam. (2002). *Studi tentang Penerapan ESOP Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia*. Departemen Keuangan Republik Indonesia.

Borztant, Liza & Thomas, J. Z. (1995). ESOPS in Publicly Held Companies : Eidence on Productivity and Firm Performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, *8*.

Brigham, Eugene F., dan M. C. E. (2010). *Financial management: Theory & practice (13th Edition)*. Kentucky: South-Western College Pub.

Brigham, E. F. (2006). *Manajemen Keuangan, Buku I Edisi Kedelapan, ahli bahasa Dodo Suharto*. Jakarta: Erlangga.

Daletha, D. (2016). Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Pelaksanaan Employee Stock Option Program (Esop) (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011). *Katalogis*, *4*(10), 82–92.

Fahmi, I. (2012). *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta.

Ferdinand, A. (2014). *Metode Penelitian Manajemen (5th ed.)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Fortana. (2014). Analisis Pengaruh Employee Stock Ownership Program Terhadap Kinerja Dan Nilai Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*.

Fudianti, S. & Wijayanto, A. (2012). *Management Analysis Journal*. *1*(2), 120–128.

Haosana, Y., & Hatane, S. E. (2015). Peranan Employess Stock Ownership Program , Human Cost Efficiency Dan Total Asset. *Business Accounting Review*, *3*(1), 456–465.

Hardinata. (2007). Analisis penerapan employee stock ownership program (ESOP) terhadap reaksi pasar dan hubungannya dengan kinerja perusahaan yang go public di bej. *Skripsi*.

Hartono, A., & Wibowo, A. J. (2016). Pengaruh Employee Stock Ownership Program Terhadap Kinerja Perusahaan Publik Di Bursa Efek Indonesia. *Modus*, *26*(1), 85. https://doi.org/10.24002/modus.v26i1.580

Hutnaleontina, P. N. (2016). Pengaruh Penerapan Employee Stock Optional Plan pada Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, *5*(6), 1757–1784.

Iqbal, Z. & H. S. A. (2000). *Stock Price and Operating Performance of Esop Firms: A Time-Series Analysis*. *30*.

Jannah, I. R., & Khoiruddin, M. (2017). Peran Financial Distress Memediasi Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial terhadap Return Saham. *Management Analysis Journal*, *6*(3), 262–273.

Jensen, M. C. & Meckling, W, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics , 3(4), 305–360*.

Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.

Klein, J. K. (1987). Employment Stock Ownership and Employment Attitudes : A Test of Three Models. *Journal of Applied Psycology*, *72 : 319-*.

Kuncoro, M. (2013). *Metode Riset untuk Riset da Bisnis* (4th ed.). Jakarta: Erlangga.

Maftukhah, I. (2013). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional,

Dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *4*(1), 1–1. https://doi.org/10.15294/jdm.v4i1.2425

Mardiantari, Ni., & Astika, I. (2015). Kinerja Keuangan Perusahaan Di Sekitar Peristiwa Pengumuman Esop Dan Pengaruhnya Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, *13*(2), 532–548.

Melinda, V. E., Lestari, M., Kristamuljana, S., Rachman, R. A., Bisnis, S., Prasetiya, U., … Pati, S. (2019). Pengaruh P rogram Kepemilikan Saham Karyawan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Publik di Indonesia. *E-ISSN: 2654-6221*, *2*(1), 78–97.

Meng, Rujing et al. (2011). Do ESOPs enhance firm performance? Evidence from China's reform experiment. *Journal of Banking and Finance*, *35*(6), 1541–1551. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.004

Munawir. (2007). *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.

Ngambi, Marcel., & Oloume, F. (2013). Employee Share Ownership and Firm Performance: Evidence From a Sample of Cameroonian Firms. *International Journal of Research In Social Sciences*, *2*(3), 48–55.

Nisasmara, P., & M. (2016). Cash Holding, Good Corporate Governance and Firm Value. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *7*(2), 117–128. https://doi.org/10.15294/jdm.v7i2.8196

Odero, F. (2013). The Effect of Adoption of Employee Stock Ownership Plans on Financial Performance of Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange. *Journal of Chemical Information and Modeling*, *53*(9), 1689–1699. https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004

Padli dkk. (2019). E-JRA Vol. 08 No. 01 Februari 2019 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Malang. *E-Jra*, *08*(01), 1–13.

Padli, M. S., Diana, N., & Afifudin. (2019). E-JRA Vol. 08 No. 01 Februari 2019 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Malang. *E-Jra*, *08*(01), 1–13.

Pandansari, M, G. (2010). Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah Mengadakan Employee Stock Ownership Program (ESOP) dengan Perusahaan yang Tidak Mengadakan ESOP. *Skripsi*.

Poornima, D. ., Kala, K. N., & Kala, D. . V. (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), 1–5.

Pratiwi, R., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komisaris Independen terhadap Biaya Keagenan Perusahaan yang Masuk dalam Indonesia Most Trusted Companies. *Management Analysis Journal*, *5*(3), 215–228. https://doi.org/10.15294/maj.v5i3.11119

Pugh, W. N., Oswald, S. L., & Jahera, J. S. (2000). The effect of ESOP adoptions on corporate performance: are there really performance changes? *Managerial and Decision Economics*, *21*(5), 167–180. https://doi.org/10.1002/mde.971

Putri, I. F., & Nasir, M. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 23–26.

Qureyta, H. D. (2016). Pengaruh Kebijakan Employee Stock Ownership Program terhadap Perkembangan Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *STIE Perbanas Surabaya*, 1–17.

Rachmawati, I. (2013). *Pengaruh Penerapan Employee Stock Ownership Program (Esop) Terhadap Peningkatan Kinerja Perusahaan Ditinjau Dari Perspektif Ekonomi Islam.*

Rahmawati, Diah & Khoiruddin, M. (2017). Pengaruh Corporate Governance dan Kinerja Keuangan dalam Memprediksi Kondisi Financial Distress. *Management Analysis Journal*, *6*(1), 1–12.

Ranihusna, D. (2013). Efek Rantai Motivasi Pada Kinerja Karyawan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *1*(2), 90–103. https://doi.org/10.15294/jdm.v1i2.2464

Safitri,R.d., & Yulianto, A. (2015). Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Return Total Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Management Analysis Journal*, *4*(1).

Sinaga, S. Monika. (2019). *Analisis Kebijakan Employee Stock Ownership Program (ESOP) Terhadap Kinerja Perusahaan*. *4*(1), 75–84. https://doi.org/.1037//0033-2909.I26.1.78

Sugiono, A., & Untung, E. (2016). *Panduan Praktis Dasar Analisa Laporan Keuangan* (Edisi Revi; Adipramono, ed.). Jakarta: Grasindo.

Sugiyono. (2015a). *Metode Penelitian Pendidikan*. Bandung: Alfabeta.

Sugiyono. (2015b). *Metode Penelitian Pendidikan (20th ed.)*. Bandung: Alfabeta.

Sukmawardani, D.,& Ardiansari, A. (2018). the Influence of Institutional Ownership . Profitability ,. *Management Analysis Journal Universitas Negeri Semarang*, *7*(2).

Sunarsih dkk. (2018). *Pengaruh Penerapan Employee Stock Option Plan (Esop) Pada Kinerja Keuangan Dan Nilai Perusahaan*. *13*(2), 111–118.

Susilawaty, Lilis., & D. (2017). Analisis Dampak Penerapan Esop (Employee Stock Ownership Program) Terhadap Kinerja Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Business Management Journal*, *13*(2), 95–105. https://doi.org/10.30813/bmj.v13i2.914

Veronica, C., & Soekarno, S. (2015). *Indonesian Corporate Performance Analysis Based on Employee Stock Ownership Program (ESOP) Implementation*. 89–95.

Wardoyo, T. M. V. (2013). Pengaruh Good Corporate Governance, CSR dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *4*(2), 132–149. Retrieved from http://journal.unnes.ac.id/nju/index.php/jdm

Yulianto, A., Suseno, D. A., & Widiyanto, W. (2015). Testing Pecking Order Theory and Trade Off Theory Models in Public Companies in Indonesia. *Journal of Economic & Management Perspectives*, *10*(4), 21–28.

Yulianto, A., K. & W. (2014). Linear and Non-linear Approaches in Testing Managerial Ownership on the Firm Value: Evidence Indonesian Firms. *IOSR Jurnal of Business and Management*, *16*(9), 1–5.

Yulianto, A. (2013). Keputusan Struktur Modal dan Kebijakan Dividen sebagai Mekanisme Mengurangi Masalah Keagenan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *4*(2), 164–183.

Zhu et al. (2013). Employee Stock Ownership Plans and Their Effect on Productivity: The Case of Huawei. *International Journal of Business and Management Invention ISSN*, *2*(8), 17–22. Retrieved from www.ijbmi.org