

# Dampak *Employee Stock Option* (ESO) Terhadap *Abnormal Return* pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia: Analisis Peran *Corporate Governance* sebagai Pemoderasi

Ahmad Rizani <sup>1\*</sup>, Loso Judijanto <sup>2</sup>, Sandi Setiadi <sup>3</sup>, Juni Iswanto <sup>4</sup>

<sup>1\*</sup> Program Studi Ekonomi Pembangunan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Palangka Raya, Kota Palangka Raya, Provinsi Kalimantan Tengah, Indonesia.

<sup>2</sup> Public Policy Research, IPOSS Jakarta, Indonesia.

<sup>3</sup> Program Studi Manajemen, Fakultas Sosial Ekonomi, Universitas Linggabuana PGRI Sukabumi, Kota Sukabumi, Provinsi Jawa Barat, Indonesia.

<sup>4</sup> Program Studi Ekonomi Syariah, IAI Pangeran Diponegoro Nganjuk, Kabupaten Nganjuk, Provinsi Jawa Timur, Indonesia.

**Abstrak.** Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi dampak *Employee Stock Option* (ESOs) terhadap *Abnormal Return*, dengan peran *corporate governance* sebagai variabel moderasi. Variabel proksi *corporate governance* yang digunakan meliputi komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Sampel penelitian terdiri dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015 hingga 2020, dipilih melalui metode *purposive sampling*. Analisis regresi moderasi (*Moderate Regression Analysis - MRA*) digunakan untuk menganalisis data dari 20 perusahaan yang menjadi sampel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Employee Stock Option* (ESOs) memiliki pengaruh signifikan terhadap *Abnormal Return*, sementara peran penting *corporate governance* sebagai variabel moderasi terlibat dalam mengatur hubungan antara *Employee Stock Option* (ESOs) dan *Abnormal Return*. Temuan ini memberikan pemahaman yang lebih baik tentang dinamika antara ESOs, *corporate governance*, dan kinerja keuangan perusahaan di pasar modal Indonesia.

**Kata kunci:** *Abnormal Return; Employee Stock Option (ESOs); Corporate Governance.*

**Abstract.** The purpose of this study is to examine how *employee stock options* (ESOs) affect *abnormal returns* while controlling *corporate governance*. *Institutional ownership, management ownership, and independent commissioners* are the *corporate governance proxy variables* that are employed. Using a *purposive sample technique*, the research sample was made up of businesses that were listed between 2015 and 2020 on the *Indonesia Stock Exchange*. Data from the 20 sample companies were analyzed using *moderated regression analysis (MRA)*. The findings of the study indicate that *employee stock options (ESOs)* have a major impact on *abnormal returns*, and that *corporate governance* plays a crucial moderating role in controlling the relationship between ESOs and *abnormal returns*. These findings provide a better understanding of the dynamics between ESOs, *corporate governance*, and *corporate financial performance* in the *Indonesian capital market*.

**Keywords:** *Abnormal Returns; Employee Stock Options (ESOs); Corporate Governance.*

\* Author. Email: [ahmadrizani@gmail.com](mailto:ahmadrizani@gmail.com) <sup>1\*</sup>, [losojudijantobumn@gmail.com](mailto:losojudijantobumn@gmail.com) <sup>2</sup>, [setiadi442976@gmail.com](mailto:setiadi442976@gmail.com) <sup>3</sup>, [juniiswanto14@gmail.com](mailto:juniiswanto14@gmail.com) <sup>4</sup>.

## Pendahuluan

Kepemilikan manajerial dan institusional, sebagai bagian integral dari struktur kepemilikan perusahaan, memiliki peran penting dalam mengatasi permasalahan keagenan yang mungkin timbul. Suranta dan Suyono (2018), seperti yang dijelaskan oleh Nugraha, Johannes, & Hendiarso (2021), menggambarkan kepemilikan saham Manajemen sebagai proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen. Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer akan sejalan dengan kepentingan pemegang saham, dengan demikian dapat meningkatkan motivasi para manajer untuk bekerja sesuai dengan tujuan pemegang saham dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, kepemilikan institusional yang tinggi dapat mengurangi biaya agensi (*agency cost*) dan diharapkan akan memberikan nilai tambah bagi Perusahaan (Cao, *et al*, 2020; Nugraha, 2021).

Di Indonesia, tindakan memperkuat tata kelola perusahaan dengan melibatkan komisaris independen dalam perusahaan publik diawali dengan Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia (BEI), yang saat itu masih dikenal sebagai Bursa Efek Jakarta (Perdana & Raharja, 2014; Suheny, 2019). Peraturan ini mengamanatkan bahwa perusahaan yang tercatat di BEJ wajib memiliki komisaris independen sebagai salah satu upaya penyelenggaraan manajemen perusahaan yang baik (*good corporate governance*).

Terkait dengan aspek kompensasi eksekutif, Almashhadani (2022), mengidentifikasi sejumlah mekanisme tata kelola perusahaan yang diterapkan oleh perusahaan di berbagai negara berkembang. Salah satu mekanisme tersebut melibatkan pemberian kompensasi eksekutif kepada manajemen. Konsep kompensasi eksekutif menurut Jensen dan Faulkender *et al* (2010) adalah nilai jasa yang diberikan pemilik perusahaan kepada manajemen.

*Employee Stock Ownership Plan (ESOP)* adalah salah satu kebijakan jangka panjang perusahaan yang melibatkan psikologi tenaga kerja dalam bentuk program kompensasi berbasis ekuitas, khususnya saham (Khisra, 2016; Kinyanjui,

2018; Kavivya, 2022). Perkembangan ESOP telah dimulai sejak lima puluh tahun yang lalu di Amerika Serikat (Blackiston *et al*, 1989). Pada waktu itu, sistem ekonomi kapitalis masih menganut paham individualisme, di mana pemegang saham sebagai pemilik perusahaan memiliki kebebasan untuk bertindak sesuai keinginannya (Hockett, 2006). Dalam praktiknya, terdapat beberapa pendekatan yang dapat diterapkan oleh perusahaan dalam rangka menerapkan ESOP, antara lain:

- 1) *Stock Grants* (Pemberian Saham): Memberikan saham kepada karyawan sebagai bentuk kompensasi.
- 2) *Direct Employee Stock Purchase Plans* (Program Pembelian Saham oleh Karyawan): Memungkinkan karyawan untuk membeli saham perusahaan dengan harga diskon.
- 3) *Employee Stock Options* (Program Opsi Saham, disingkat ESOs): Memberikan karyawan hak untuk membeli saham perusahaan dengan harga yang telah ditentukan.
- 4) *Employee Stock Ownership Plans*: Menciptakan skema kepemilikan saham bagi karyawan secara kolektif.
- 5) *Phantom Stock and Stock Appreciation Right* (SARs): Membuat program yang memberikan manfaat ekuitas kepada karyawan tanpa memberikan kepemilikan saham aktual.

Dengan program ESOP, perusahaan memberikan sinyal kepada publik bahwa mereka memiliki karyawan yang sangat terdorong untuk berkinerja baik demi kepentingan perusahaan, sehingga mereka diberi insentif berupa kepemilikan saham perusahaan. Lebih dari itu, kepemilikan saham oleh karyawan juga dapat meningkatkan rasa memiliki terhadap perusahaan (*sense of belonging*), yang pada gilirannya dapat meningkatkan produktivitas perusahaan.

Penelitian ini akan menggali lebih dalam tentang dampak *Employee Stock Options* (ESOs) terhadap kinerja perusahaan, dengan berfokus pada hubungan antara kepemilikan saham manajerial, institusional, dan peran komisaris independen dalam konteks perusahaan publik di Indonesia. Selain itu, penelitian ini akan mengkaji secara kritis efektivitas ESOP sebagai mekanisme

kompensasi eksekutif dan alat tata kelola perusahaan yang baik dalam mengoptimalkan kinerja perusahaan di lingkungan bisnis yang semakin kompleks.

## Tinjauan Literatur

### *Agency Theory*

Menurut Kim dan Mahoney (2005), teori agensi (*agency theory*) menjelaskan hubungan keagenan dengan menggambarkan perusahaan sebagai suatu kumpulan kontrak (*nexus of contracts*) antara pemilik sumber daya ekonomis (*principal*) dan manajer (*agent*) yang bertanggung jawab atas pengelolaan sumber daya tersebut. Hubungan agensi ini merupakan suatu bentuk kontrak, baik yang bersifat eksplisit maupun implisit, di mana satu atau lebih individu yang disebut sebagai *principal* meminta individu lain, yaitu agen, untuk bertindak atas nama mereka. Pendekatan ini mencerminkan kompleksitas peran manajer dalam menjalankan tugas mereka sebagai wakil dari pemilik perusahaan. Payne dan Petrenko (2019) juga menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan, manajemen akan cenderung berupaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan demi kepentingan pemegang saham, sekaligus untuk mencapai kepentingan pribadi mereka. Program kompensasi atau insentif karyawan yang berbasis ekuitas, seperti *Employee Stock Options* (ESOs), muncul sebagai salah satu alat terbaik bagi perusahaan untuk mendorong manajer membuat keputusan yang sesuai dengan harapan para pemegang saham, yang pada akhirnya berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan.

### *Corporate Governance*

Tricker (2015) menggambarkan tata kelola perusahaan sebagai isu yang tetap relevan dan terus dikaji oleh pelaku bisnis, akademisi, pembuat kebijakan, dan pihak-pihak terkait lainnya. Hasanah dan Kurniawan (2019) mendefinisikan *corporate governance* sebagai suatu sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan dengan tujuan mencapai keseimbangan antara kekuatan kewenangan yang diperlukan oleh perusahaan untuk menjamin kelangsungan eksistensinya dan

mempertanggungjawabkan tindakannya kepada para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Definisi ini menegaskan peran penting struktur dan mekanisme tata kelola perusahaan dalam memastikan bahwa perusahaan beroperasi secara transparan, etis, dan efektif. Lebih lanjut, Adnyani, Endiana, dan Arizona (2020) menjelaskan bahwa *corporate governance* adalah sekumpulan hubungan antara pihak manajemen perusahaan, dewan direksi, pemegang saham, dan pihak lain yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. Konsep ini menekankan pentingnya kerja sama dan koordinasi antara para pemangku kepentingan dalam rangka mencapai tujuan perusahaan secara berkelanjutan. *Corporate governance*, menurut Marisha (2023), juga melibatkan adopsi struktur organisasi dan perangkat pengawasan yang efektif guna memastikan bahwa perusahaan beroperasi sesuai dengan standar etika dan peraturan yang berlaku.

### *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*

Dalam praktik manajemen sumber daya manusia, terdapat sebuah program kepemilikan karyawan dalam saham perusahaan di tempat mereka bekerja yang dikenal dengan sebutan *Employee Stock Ownership Plan* (ESOP), atau Program Kepemilikan Saham oleh Karyawan. ESOP merupakan suatu rencana penangguhan keuntungan karyawan yang memungkinkan mereka untuk memiliki saham perusahaan (Rizal, 2021). Selain itu, Gupta (2014) mendefinisikan konsep opsi saham karyawan sebagai hak yang diberikan oleh perusahaan kepada karyawannya untuk membeli sejumlah saham perusahaan dengan harga yang telah ditentukan selama periode tertentu. Secara lebih rinci, menurut Aribawa (2016), ESOP merupakan suatu jenis program pensiun yang dirancang untuk menerima kontribusi dari perusahaan dan dana tersebut akan diinvestasikan dalam saham perusahaan demi kepentingan karyawan. Program ESOP memberikan kesempatan kepada karyawan untuk memiliki saham perusahaan tempat mereka bekerja, yang pada gilirannya dapat meningkatkan rasa memiliki dan keterlibatan mereka dalam kesuksesan perusahaan.

## Sarana-Sarana Bagi Perusahaan Untuk Membuat Kepemilikan Saham oleh Karyawan

Perusahaan memiliki berbagai sarana untuk mendorong kepemilikan saham oleh karyawan. Ini termasuk pemberian saham (*Stock Grants*), program pembelian saham oleh karyawan (*Direct Employee Stock Purchase Plans*), program opsi saham (*Employee Stock Options, ESOs*), *Employee Stock Ownership Plans* (ESOPs), dan *Phantom Stock* serta *Stock Appreciation Rights* (SARs) (Awarab, M. R. (2021); Suranta et al, 2010). Melalui beragam program ini, perusahaan memberikan kesempatan kepada karyawan untuk memiliki saham perusahaan, memberikan insentif untuk berpartisipasi dalam kesuksesan perusahaan, dan merasakan manfaat langsung dari kinerja saham perusahaan. Kepemilikan saham oleh karyawan dapat memotivasi mereka untuk lebih berkontribusi dan berkomitmen dalam mencapai tujuan perusahaan.

### **Abnormal Return**

Menurut Abarbanell dan Bushee (1998), abnormal return adalah perbedaan antara return aktual yang terjadi dengan *return normal* yang diharapkan oleh investor (*expected return*). Ridhwan dan Nugraha (2020) lebih lanjut menjelaskan bahwa studi peristiwa memfokuskan pada analisis return yang tidak biasa dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman peristiwa tertentu. Selain itu, Chandra (2013) menambahkan bahwa pengumuman berita baik (*good news*) cenderung meningkatkan abnormal return yang berdampak positif. Dalam *Employee Stock Options* (ESOs), pengumuman mengenai penerapan ESOs oleh perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki karyawan yang sangat termotivasi dan hal ini memicu pemberian reward berupa kepemilikan saham perusahaan kepada karyawan. Dengan kata lain, abnormal return dapat mencerminkan respons pasar terhadap informasi ini, di mana kenaikan harga saham perusahaan mengindikasikan reaksi positif investor terhadap program ESOs dan kinerja perusahaan yang diharapkan meningkat.

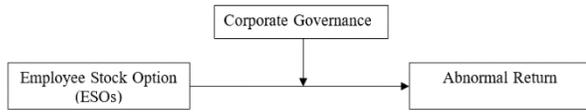
## Pengaruh Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel *Corporate Governance* pada ESOs terhadap *Abnormal Return*

Jensen dan Meckling (1976), sebagaimana diungkapkan dalam Davies, Hillier, dan McColgan (2005), telah melakukan analisis yang mendalam terkait pengaruh kepemilikan saham dalam perusahaan terhadap nilai perusahaan. Mereka mengkaji distribusi kepemilikan antara pihak manajer yang menikmati manfaat dari kepemilikan saham perusahaan dan pihak luar yang tidak memilikinya. Abdioglu (2016) juga menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial mampu menyelaraskan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham.

Selain itu, kepemilikan institusional juga berperan penting dalam mengatur harga saham perusahaan, sebagaimana disoroti oleh Yopie dan Lim (2021) serta Prastha (2023). Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang mungkin terjadi dalam pengelolaan perusahaan. Hal ini disebabkan oleh pengalaman lebih luas yang dimiliki oleh investor institusi dibandingkan dengan investor perorangan. Oktavian dan Ahmar (2019) juga berpendapat bahwa tingkat kepemilikan saham oleh institusi, jika signifikan, dapat memengaruhi nilai pasar perusahaan. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen perusahaan.

Dalam *Employee Stock Options* (ESOs), pengaruh kepemilikan institusional sebagai bagian dari variabel *corporate governance* terhadap abnormal return mencerminkan peran penting yang dimainkan oleh institusi dalam mengawasi dan membantu mengarahkan strategi perusahaan. Kepemilikan institusional yang kuat dapat menciptakan kepercayaan investor dan memberikan sinyal positif kepada pasar terkait dengan keberhasilan program ESOs, yang pada akhirnya dapat tercermin dalam abnormal return yang positif.

## Kerangka Pemikiran



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

### Hipotesis

Berdasarkan latar belakang penelitian, landasan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka yang menjadi hipotesis dalam penelitian ini adalah:

Hipotesis 1 : *Employee Stock Options* (ESOs) memiliki pengaruh terhadap abnormal return pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Hipotesis 2 : *Corporate Governance*, meliputi Komposisi Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional, memoderasi pengaruh penerapan ESOs terhadap abnormal return pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## Metodologi Penelitian

### Peralatan Analisis Data

Untuk mengetahui pengaruh ESOs terhadap abnormal return dengan *corporate governance* sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah dengan menggunakan metode MRA (*Moderate Regression Analysis*). *Moderated Regression Analysis* (MRA) atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi berganda linear dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen). Model regresi linear berganda tersebut dapat dituliskan secara matematis adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + e$$

$$Y = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \beta_5X_1 X_2 + \beta_6X_1 X_3 + \beta_1X_1 X_4 + e$$

Dimana:

Y	: Abnormal Return (AR)
$\alpha$	: Konstanta
X <sub>1</sub>	: Employee Stock Option (ESOs)
X <sub>2</sub>	: Komisaris Independen
X <sub>3</sub>	: Kepemilikan Manajerial
X <sub>4</sub>	: Kepemilikan Institusional
X <sub>1</sub> X <sub>2</sub>	: Interaksi antara ESOs dan Komisaris Independen
X <sub>1</sub> X <sub>3</sub>	: Interaksi antara ESOs dan Kepemilikan Manajerial
X <sub>1</sub> X <sub>4</sub>	: Interaksi antara ESOs dan Kepemilikan Institusional
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$	: Koefisien regresi X <sub>1</sub> , X <sub>2</sub> , X <sub>3</sub> , X <sub>4</sub> , X <sub>5</sub>
E	: Error Term

Abnormal return dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$AR = R_{it} - R_{mt}$$

Keterangan:

AR	: Abnormal return
R <sub>it</sub>	: Return pada hari ke t
R <sub>im</sub>	: Return pasar pada periode t

Dimana formula untuk perhitungan return sesungguhnya dan return pasar adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R <sub>it</sub>	: Return pada hari ke t
P <sub>(t)</sub>	: Harga saham sekarang, yaitu harga penutupan hari itu
P <sub>(t-1)</sub>	: Harga saham sekarang, yaitu harga penutupan hari itu

$$R_{mt} = \frac{IHSG_{it} - IHSG_{it-1}}{IHSG_{it-1}}$$

Keterangan:

R <sub>mt</sub>	: Return pasar pada hari ke t
IHSG <sub>t</sub>	: IHSG saham pada pada hari ke t
IHSG <sub>t-</sub>	: IHSG saham pada hari ke t-1

Hasil perhitungan abnormal return yang sudah diketahui, dihitung *Cumulativenya* dengan menggunakan rumus:

$$CAR_{(t1,t2)} = \sum_t AR_{i,t}$$

Keterangan:

- $CAR_{(t1,t2)}$  : Cumulative Abnormal Return sekuritas I periode t sebelum dan sesudah peristiwa
- $AR_{i,t}$  : Abnormal return sekuritas I pada periode t
- $T_1$  : Awal periode pengamatan. (5 hari sebelum pengumuman)
- $T_2$  : Akhir periode pengamatan (5 hari setelah pengumuman).

### **Employee Stock Options (Independent Variable)**

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah penerapan ESOs oleh perusahaan. Asyik (2012) menjelaskan pengukuran ESOs sebagai berikut:

$$ESO_s = \frac{\text{Jumlah Opsi Saham}}{\text{Total Saham Yang Beredar}} \times 100\%$$

### **Komposisi Komisaris Independen (Moderating Variable)**

Proporsi atau komposisi komisaris independen (INDEP) adalah prosentase dari komisaris independen terhadap total komisaris dalam suatu perusahaan (Lai, 2005 dalam Ariesta, 2012)

$$INDEP = \frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Total Anggota Komisaris}} \times 100\%$$

### **Kepemilikan Manajerial (Moderating Variable)**

Kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang proporsi pemegang saham dari manajemen. Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial ditunjukkan dengan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer atas keseluruhan saham yang beredar.

$$\text{Manajerial} = \frac{\text{Saham yang dimiliki Manajer}}{\text{Total Saham Yang Beredar}} \times 100\%$$

### **Kepemilikan Institusional (Moderating Variable)**

Kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institui atau lembaga seperti perusahaan asuransi, dana pensiun atau perusahaan lain. Kepemilikan institusi dapat dihitung sebagai berikut:

$$INST = \frac{\text{Saham yang dimiliki institusi}}{\text{Total Saham Yang Beredar}} \times 100\%$$

### **Menguji Hipotesis Secara Parsial (Uji t)**

Pengujian hipotesis secara parsial dilakukan untuk Hipotesis 1 ( $H_1$ ) dan Hipotesis ( $H_2$ ) sebagai berikut :

- $Ha_1$  : ESOs berpengaruh terhadap abnormal return pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- $Ho_1$  : ESOs tidak berpengaruh terhadap abnormal return pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- $Ha_2$  : *Corporate governance* (Komposisi Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional) memoderasi pengaruh penerapan ESOs terhadap abnormal return pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- $Ho_2$  : *Corporate governance* (Komposisi Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional) tidak memoderasi pengaruh penerapan ESOs terhadap abnormal return pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Untuk menentukan penerimaan dan penolakan hipotesis secara parsial untuk Hipotesis 1 ( $H_1$ ), Hipotesis 2 ( $H_2$ ), maka dilakukan berdasarkan kriteria berikut:

Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  maka  $Ha$  diterima dan  $Ho$  ditolak pada tingkat signifikan 5%. Jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$  maka  $Ha$  ditolak dan  $Ho$  diterima pada tingkat signifikan 5%.

### **Menguji Hipotesis Secara Simultan (Uji F)**

Uji F digunakan untuk melihat apakah variabel ESOs dengan variabel *corporate governance* sebagai variabel pemoderasi secara simultan memiliki pengaruh dengan variabel abnormal return. Dengan menggunakan uji F, dapat ditentukan apakah variabel ESOs, *corporate governace* secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap abnormal return atau tidak. Untuk melihat diterima atau tidaknya hipotesis, kita dapat membandingkan nilai  $F_{hitung}$  dengan  $F_{tabel}$  dengan ketentuan sebagai berikut:

Jika  $F_{hitung} > F_{tabel}$ , maka  $Ha$  diterima dan  $Ho$  ditolak. Demikian pula sebaliknya, jika  $F_{hitung} < F_{tabel}$  maka  $Ha$  ditolak dan  $Ho$  diterima pada tingkat signifikan 5%.

## Hasil dan Pembahasan

mengenai variabel penelitian yang terdiri dari variabel abnormal return, employee stock

option, proporsi komisaris independen, kepemilikan manajerial,

Tabel 1. Deskripsi Statistik Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Abnormal Return	20	.00	.33	.078	.084
ESOs	20	.01	.98	.42	.335
Komisaris Independen	20	33.00	50.00	40.49	6.34
Kepemilikan Manajerial	20	.04	1.50	.47	.38
Kepemilikan Institusional	20	35.70	85.11	70.57	10.46
ESOs*Komisaris Independen	20	.20	48.50	17.45	14.32
ESOs*Kepemilikan Manajerial	20	.00	.71	.21	.251
ESOs*Kepemilikan Insttusional	20	.38	67.86	27.77	21.46
Valid N (listwise)	20				

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2023.

### PEMBAHASAN

#### Hasil Pengujian Regresi Efek Utama

Persamaan model regresi penelitian sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + e$$

Dimana:

- Y : Abnormal Return (AR)
- $\alpha$  : Konstanta
- X<sub>1</sub> : Employee Stock Option (ESOs)
- X<sub>2</sub> : Komisaris Independen
- X<sub>3</sub> : Kepemilikan Manajerial
- X<sub>4</sub> : Kepemilikan Institusional
- e : Error Term

Tabel 2. Hasil Regresi Efek Utama

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.284	.237		1.199	.249
ESOs	.005	.076	.201	0.663	.517
Komdip Manajerial	-.006	.003	-.428	-1.644	.121
Institusional	.045	.058	.028	.787	.443 1
	.000	.002	-.031	-.103	.919 1

a. Dependent Variable: CAR

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2023.

Berdasarkan tabel 2 diatas persamaan regresi dapat ditulis sebagai berikut:

$$Y = 0,284 + 0,005X_1 - 0,006X_2 + 0,045X_3 + 0,000X_4$$

- 1) Nilai konstanta sebesar 0.284 mengindikasikan bahwa jika semua variabel independen memiliki nilai nol, maka Abnormal Return (CAR) akan memiliki nilai sekitar -0.284.
- 2) Untuk variabel Employee Stock Options (ESOs) dengan koefisien 0.005, jika ESOs meningkat sebesar 1%, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, Abnormal Return (CAR) akan mengalami peningkatan sekitar 0.005%.
- 3) Variabel Komisaris Independen dengan koefisien -0.006 menunjukkan bahwa jika Komisaris Independen meningkat sebesar 1%, dengan asumsi variabel independen lainnya tetap, Abnormal Return (CAR) akan mengalami penurunan sekitar 0.006%.
- 4) Variabel Kepemilikan Manajerial dengan koefisien 0.045 mengindikasikan bahwa peningkatan sebesar 1% dalam kepemilikan manajerial, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, akan

meningkatkan Abnormal Return (CAR) sekitar 0.045%.

- 5) Koefisien untuk variabel Kepemilikan Institusional sebesar 0.000 menunjukkan bahwa perubahan sebesar 1% dalam

kepemilikan institusional, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, tidak akan memiliki dampak yang signifikan pada Abnormal Return (CAR).

Tabel 3. Hasil Perhitungan Moderate Regression Analysis (MRA)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.589	.414		-1.422	.181
ESOs	1.767	.697	7.006	2.536	.026
Komdip	.003	.005	.222	.623	.545
Manajerial	-.135	.078	.616	-1.715	.112
Institusional	.008	.005	.969	1.739	.108
ESOs*Komdip	-.020	.010	-3.428	-2.102	.057
ESOs*Manajerial	.463	.166	1.376	2.786	.016
ESOs*Institusional	-.016	.007	-.396	-2.223	.046

a. Dependent Variable: CAR

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2023.

### Uji Statistik F

Uji Statistik F yang terdapat pada Tabel 4 memiliki tujuan untuk mengukur signifikansi keseluruhan model regresi. Terdapat dua kelompok varians yang dihitung, yaitu varian regresi dan varian residu. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa sum of squares untuk regresi adalah sebesar 0.024, dengan derajat kebebasan (Df) sejumlah 4, sehingga diperoleh mean square sebesar 0.006. Di sisi lain, sum of squares untuk residu adalah sebesar 0.112, dengan Df sejumlah 15, sehingga diperoleh mean square sebesar 0.007. Selanjutnya, dilakukan perhitungan F-ratio dengan

menghitung rasio antara mean square regresi dan mean square residu. Hasil perhitungan tersebut menghasilkan nilai F sebesar 2.468. Pengujian signifikansi dilakukan dengan mengacu pada nilai probabilitas (Sig.) yang ditemukan, yang pada kasus ini memiliki nilai 0.081. Jika dibandingkan dengan tingkat signifikansi 0.10 (level 0.10), nilai Sig. adalah lebih besar, yaitu 0.081. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa uji statistik F ini tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0.10 (level 0.10).

Tabel 4. Uji F

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.024	4	.006	.808	.539
Residual	.112	15	.007		
Total	.136	19			
2 Regression	.080	7	.011	2.468	.081**
Residual	.056	12	.005		
Total	.136	19			

\*\* Signifikan pada level 0,10

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2023.

### Uji Statistik t

Tabel 5 memaparkan hasil uji statistik t yang digunakan untuk menilai signifikansi setiap koefisien regresi dalam model penelitian. Dalam analisis tersebut, dua model diuji, yaitu

Model 1 dan Model 2, dengan hasil sebagai berikut:

Model 1

- 1) Konstanta (Constant) memiliki koefisien sebesar 0.284 dan standar error 0.237. Hasil

uji t menunjukkan bahwa koefisien ini tidak signifikan, dengan t hitung sebesar 1.199 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.249, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.

- 2) Variabel ESOs memiliki koefisien sebesar 0.005 dan standar error 0.076. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini juga tidak signifikan, dengan t hitung sebesar 0.663 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.517, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.
- 3) Variabel Komdip (Komisaris Independen) memiliki koefisien sebesar -0.006 dan standar error 0.003. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini tidak signifikan, dengan t hitung sebesar -1.644 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.121, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.
- 4) Variabel Manajerial memiliki koefisien sebesar 0.045 dan standar error 0.058. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini juga tidak signifikan, dengan t hitung sebesar 0.787 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.443, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.
- 5) Variabel Institusional tidak memiliki nilai koefisien yang terukur (non). Ini menandakan bahwa variabel ini tidak signifikan dalam model.

#### Model 2

- 1) Konstanta (Constant) memiliki koefisien sebesar -0.589 dan standar error 0.414. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini tidak signifikan, dengan t hitung sebesar -1.422 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.181, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.
- 2) Variabel ESOs memiliki koefisien sebesar 1.767 dan standar error 0.697. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini signifikan, dengan t hitung sebesar 2.536 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.026, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05, menunjukkan adanya pengaruh yang

signifikan.

- 3) Variabel Komdip (Komisaris Independen) memiliki koefisien sebesar 0.003 dan standar error 0.005. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini tidak signifikan, dengan t hitung sebesar 0.623 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.545, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.
- 4) Variabel Manajerial memiliki koefisien sebesar -0.135 dan standar error 0.078. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini tidak signifikan, dengan t hitung sebesar -1.715 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.112, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.
- 5) Variabel Institusional memiliki koefisien sebesar 0.008 dan standar error 0.005. Hasil uji t menunjukkan bahwa koefisien ini tidak signifikan, dengan t hitung sebesar 1.739 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.108, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05.
- 6) Interaksi antara ESOs dan Komdip (ESOs\*Komdip) memiliki koefisien sebesar -0.020 dan standar error 0.010. Hasil uji t menunjukkan bahwa interaksi ini signifikan, dengan t hitung sebesar -2.102 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.057, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05.
- 7) Interaksi antara ESOs dan Manajerial (ESOs\*Manajerial) memiliki koefisien sebesar 0.463 dan standar error 0.166. Hasil uji t menunjukkan bahwa interaksi ini signifikan, dengan t hitung sebesar 2.786 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.016, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05.
- 8) Interaksi antara ESOs dan Institusional (ESOs\*Institusional) memiliki koefisien sebesar -0.016 dan standar error 0.007. Hasil uji t menunjukkan bahwa interaksi ini signifikan, dengan t hitung sebesar -2.223 dan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0.046, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05.

Tabel 5. Uji t  
Coefficients(a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.284	.237		1.199	.249
ESOs	.005	.076	.201	0.663	.517
Komdip	-.006	.003	-.428	-1.644	.121
Manajerial	.045	.058	.028	0.787	.443
Institusional	.002	.002	-.031	-.101	.919
2 (Constant)	-.589	.414		-1.422	.181
ESOs	1.767	.697	7.006	2.536	.026*
Komdip	.003	.005	.222	.623	.545
Manajerial	-.135	.078	-.616	-1.715	.112
Institusional	.008	.005	.969	1.739	.108
ESOs*Komdip	-.020	.010	-3.428	-2.102	.057**
ESOs*Manajerial	.463	.166	1.376	2.786	.016*
ESOs*Institusional	-.016	.007	-.396	-2.223	.046*

\*Signifikan pada level 0,05

\*\*Signifikan pada level 0,10

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2023.

## Kesimpulan

Berdasarkan temuan dari penelitian sebelumnya, beberapa kesimpulan dapat diambil sebagai berikut:

- 1) Variabel ESOs (*Employee Stock Option*) secara signifikan memengaruhi Abnormal Return pada perusahaan yang menerapkan program *Employee Stock Option* di Bursa Efek Indonesia. Hasil ini menandakan bahwa implementasi ESOs dapat dianggap sebagai sinyal positif (*signaling*) bagi investor di Indonesia, memberikan informasi mengenai prospek positif perusahaan dan potensi keuntungan. Dengan penerapan ESOs, perusahaan secara tidak langsung memberikan indikasi bahwa karyawan memiliki motivasi yang tinggi terhadap perusahaan, yang pada gilirannya memperoleh penghargaan berupa kepemilikan saham.
- 2) Variabel tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang terdiri dari komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional juga memiliki pengaruh signifikan terhadap implementasi ESOs terhadap Abnormal Return pada

perusahaan yang menerapkan program *Employee Stock Option* di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian, baik besarnya maupun kecilnya jumlah dewan komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional yang dimiliki perusahaan dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh ESOs terhadap *Abnormal Return*.

Ketidakstabilan *Abnormal Return* dapat terjadi pada perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan manajerial dan institusional yang tinggi maupun rendah, demikian juga dengan komposisi dewan komisaris yang dimiliki oleh perusahaan. Kesimpulan ini menggarisbawahi pentingnya penerapan praktik tata kelola perusahaan yang kuat untuk mengoptimalkan efek positif dari program ESOs.

## Daftar Pustaka

- Abarbanell, J. S., & Bushee, B. J. (1998). Abnormal returns to a fundamental analysis strategy. *Accounting Review*, 19-45.

- Abdioglu, N. (2016). Managerial ownership and corporate cash holdings: Insights from an emerging market. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 29.
- Adnyani, N. P. S., Endiana, I. D. M., & Arizona, P. E. (2020). Pengaruh Penerapan Good *Corporate governance* Dan Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Perusahaan. *Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA)*, 2(2).
- Almashhadani, M., & Almashhadani, H. A. (2022). Does *Corporate governance* Improve Corporate Profitability: Reviewing the Role of Internal *Corporate governance* Mechanisms. *International Journal of Business and Management Invention*, 11(6), 07-11.
- Aribawa, D. (2016). Analisis Nilai Perusahaan Pada Implementasi Program Kepemilikan Saham Pada Karyawan/Manajemen. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 19(3), 341-353.
- Awarab, M. R. (2021). *Applying employee share-ownership schemes as a transformation mechanism aimed at decreasing poverty levels in South Africa: a comparative socio-legal perspective* (Doctoral dissertation).
- Blackiston III, H. C., Rappaport, L. E., & Pasini, L. A. (1989). ESOPs: What they are and how they work. *Bus. Law.*, 45, 85.
- Cao, Y., Dong, Y., Lu, Y., & Ma, D. (2020). Does institutional ownership improve firm investment efficiency?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(12), 2772-2792.
- Chandra, T. (2013). The Impact of Fuel Price Increase on Stock Price in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, & Accountancy VENTURA*, 16(3), 385-398.
- Davies, J. R., Hillier, D., & McColgan, P. (2005). Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of corporate finance*, 11(4), 645-660.
- Faulkender, M., Kadyrzhanova, D., Prabhala, N., & Senbet, L. (2010). Executive compensation: An overview of research on corporate practices and proposed reforms. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 107-118.
- Gupta, S. (2014). Analysis of Employment Stock Options Scheme. *Asian Journal of Management*, 5(4), 435-442.
- Hasanah, S. M., & Kurniawan, R. (2019). Konsep Islamic *Corporate governance* Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Islam UIN Mataram. *Iqtishaduna Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 10(1).
- Hockett, R. (2006). Why (Only) ESOPs. *Stan. JL Bus. & Fin.*, 12, 84.
- Kavivya, P. M. (2022). The Effect of *Employee Stock Ownership Plans* on employee engagement: a case study of Equity Bank in Nairobi County.
- Khisa, A. (2016). *Effect of Employee Share Ownership Plans on Financial Performance of Firms Listed in The Nairobi Securities Exchange* (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Kim, J., & Mahoney, J. T. (2005). Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: An organizational economics approach to strategic management. *Managerial and decision economics*, 26(4), 223-242.
- Kinyanjui, G. (2018). *Effect of employee share ownership plans on the financial performance of firms listed on the Nairobi securities exchange* (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Marisha, D. (2023). Pengaruh Good *Corporate governance* dan Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman yang terdaftar di BEI Periode 2019-2021). *Jurnal EMT KITA*, 7(2), 572-580.

- Nugraha, N. M. (2021). The influence of institutional ownership, managerial ownership, and board of commissioners on agency costs. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(8), 1381-1387.
- Nugraha, N. M., Johanes, S. R., & Hendiarto, R. S. (2021). The effect of institutional ownership, managerial ownership, and company size to dividend policy. *International Journal of Trends in Accounting Research*, 2(1), 87-96.
- Oktavian, M., & Ahmar, N. (2019). The effect of managerial ownership, institutional ownership, and foreign ownership on intellectual capital. *The Indonesian Accounting Review*, 9(1), 15-25.
- Payne, G. T., & Petrenko, O. V. (2019). Agency theory in business and management research. In *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*.
- Perdana, R. S., & Raharja, R. (2014). *Analisis Pengaruh Corporate governance Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2010-2012)* (Doctoral dissertation, Fakultas Ekonomika dan Bisnis).
- Prastha, T. S. I. (2023). *Pengaruh Corporate governance, Ukuran Perusahaan, Serta Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada BEI* (Doctoral dissertation, Universitas Atma Jaya Yogyakarta).
- Ridhwan, M., & Nugraha, M. (2020). Comparative Analysis of Average Abnormal Return, Average Trading Volume Activity and Average Bid-Ask Spread Before and After Covid-19 Announcement in Indonesia (Event Study on IDXHIIDIV20 Index). *PalArch's Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology*, 17(10), 2946-2959.
- Rizal, S. (2021). The Effect of Employee Stock Option (ESOs) on Abnormal Returns in Companies Listed Indonesia Stock Exchange: *Corporate governance as Moderating*. *Indonesian Journal Economic Review (IJER)*, 1(2), 73-83.
- Suheny, E. (2019). Pengaruh *corporate governance*, ukuran perusahaan, leverage, dan kualitas audit terhadap manajemen laba. *Jurnal Ekonomi Vokasi*, 2(1), 26-43.
- Suranta, E., Midiastuty, P. P., Nikmah, N., & Andina, A. S. (2010). Earnings Management At Public Companies With Employee Stock Ownership Program (ESOP). *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 13(2), 153-164.
- Suyono, E. (2018). Institutional ownership, types of industry, and income smoothing: Empirical evidence from Indonesia. *Journal of Auditing, Finance and Forensic Accounting*, 6(1), 1-12.
- Tricker, R. I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford University Press, USA.
- Wright, M., Pendleton, A., & Robbie, K. (2000). Employee ownership in enterprises in Africa and Asia. *International Journal of Human Resource Management*, 11(1), 90-111.
- Yopie, S., & Lim, A. (2021). Pengaruh manajemen keluarga, generasi, dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 8(2), 249-274.