

## PENGARUH RENTABILITAS DAN LIKUIDITAS PADA JUMLAH OPSI SAHAM DAN DAMPAKNYA PADA NILAI PERUSAHAAN

Ni Made Wiwik Menawati<sup>1</sup>  
Ida Bagus Putra Astika<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
e-mail: [wiwikmenawati@gmail.com](mailto:wiwikmenawati@gmail.com)/ telp: +62 857380202234

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

### ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh rentabilitas dan likuiditas pada nilai perusahaan dengan jumlah saham yang diumumkan sebagai variabel intervening.. Analisis jalur adalah metode yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) Rentabilitas berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan (2) Likuiditas berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan, (3) Rentabilitas berpengaruh positif pada nilai perusahaan perusahaan (4) Likuiditas berpengaruh positif pada nilai perusahaan, (5) Jumlah saham yang diumumkan berpengaruh positif pada nilai perusahaan, (6) Rentabilitas tidak berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan, (7) Likuiditas berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan.

**Kata Kunci:** rentabilitas, likuiditas, opsi saham, dan nilai perusahaan

### ABSTRACT

*The aim of this study was to obtain empirical evidence determine the effect on the profitability and liquidity of the company's value by the number of shares that was announced as an intervening variable. Path analysis is a method used in this study. The results showed that (1) Profitability gave positive effects on the number of shares that was announced (2) Liquidity gave positive effects on the number of shares that was announced, (3) Profitability gave positive influence on the enterprise value of the company (4) Liquidity gave positive effect on the value of the company, (5) the number of shares announced gave positive effects on the value of the company, (6) the profitability did not having any effect on the value of the company through a number of shares was announced, (7) the liquidity had effect on the value of the company through a number of shares was announced.*

**Keywords:** profitability, liquidity, stock options, and the value of the company

### PENDAHULUAN

Pada era ekonomi yang mengglobal ini, banyak perusahaan mencoba mengembangkan ide-ide untuk memenangkan persaingan. Khusus untuk perusahaan *go public*, untuk memenangkan persaingan perlu mengambil kebijakan yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Salah satunya adalah

meningkatkan kinerja karyawan dalam perusahaan agar mampu bekerja secara maksimal melalui kompensasi. Adanya pelaksanaan program kompensasi bagi manajemen diharapkan dapat mengurangi konflik kepentingan pribadi manajemen karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik saham dan pengelola perusahaan. Salah satu jenis kompensasi yang diberikan dapat berupa program opsi saham atau *Employee Stock Option Plan* (ESOP).

Dalam mengeluarkan program *Employee Stock Option Plan*, perusahaan mempunyai tujuan atau motivasi tertentu seperti (1) memberikan penghargaan kepada seluruh pegawai, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya terhadap meningkatnya kinerja perusahaan, (2) menciptakan keselarasan kepentingan serta misi dari pegawai dan pejabat eksekutif dengan kepentingan dari misi pemegang saham, sehingga tidak ada benturan kepentingan antara pemegang saham dan pihak-pihak yang menjalankan kegiatan usaha perusahaan, (3) meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan terhadap perusahaan karena mereka juga merupakan pemilik perusahaan, sehingga diharapkan akan meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan (Bapepam, 2002).

Program opsi saham karyawan atau yang sering dikenal dengan *Employee Stock Option Plan* merupakan salah satu bentuk kompensasi yang diberikan kepada karyawan sebagai bentuk apresiasi atas kinerja jangka panjangnya terhadap perusahaan. Penerapan ESOP pada suatu perusahaan memberikan manfaat ekonomis bagi para karyawan maupun pemilik perusahaan. Para karyawan akan berupaya meningkatkan nilai kepemilikan sahamnya melalui peningkatan kompetensi dan kinerja dalam kurun waktu yang panjang, sehingga

pada periode berikutnya, ketika saham tersebut dapat dijual kepada publik, para karyawan akan memperoleh keuntungan dari selisih harga jual sahamnya yang jauh lebih mahal dibandingkan dengan harga belinya (Bapepam,2002). Pemberian kompensasi berdasarkan keterampilan akan memotivasi karyawan , sebab dalam teori pengharapan dikatakan bahwa seorang karyawan akan termotivasi untuk mengerahkan usahanya dengan lebih baik lagi apabila karyawan merasa yakin, bahwa usahanya akan menghasilkan penilaian yang baik (Muljani, 2002). Bagi pemilik perusahaan, peningkatan kinerja karyawan memberikan prospek adanya peluang pencapaian laba yang lebih tinggi, yang secara tidak langsung akan memperkaya para pemegang saham (Astika, 2005).

Dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melaksanakan ESOP, kinerja perusahaan dari perusahaan yang melaksanakan ESOP lebih tinggi (Iqbal, 2001). Kinerja perusahaan dapat diukur dari kinerja keuangan. Kinerja keuangan dapat diukur dari aspek keuangan dan aspek non-keuangan. Dari aspek keuangan, dapat diukur diantaranya dengan menggunakan beberapa rasio misalnya dengan rasio rentabilitas dan rasio likuiditas.

Rentabilitas diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA), dimana ROA merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aktiva yang digunakan. Likuiditas menggambarkan bagaimana perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Salah satu kewajiban jangka pendek perusahaan adalah gaji karyawan. Bagi perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang rendah akan membayar dan

memberikan opsi saham pada karyawan dan eksekutifnya sehingga akan memengaruhi jumlah opsi saham.

Pelaksanaan ESOP pada perusahaan akan meningkatkan kinerja perusahaan dan memengaruhi nilai perusahaan. Semakin baik kinerja keuangan suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki nilai perusahaan yang baik pula. Semakin baik nilai perusahaan tentunya memakmurkan para prinsipal dan membuat para investor tertarik untuk melakukan investasi di perusahaan tersebut. Pengukuran nilai perusahaan pada penelitian ini menggunakan *Tobin's Q*. *Tobin's Q* merupakan indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan, yang menunjukkan suatu performa manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan (Sudiyatno dan Elen, 2010).

Anzlina dan Rustam (2013) dalam penelitiannya menemukan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian dari Rompas (2013) dan Mulianti (2010) yang menyatakan bahwa *Current ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian dari Hermuningsih (2013), Nurhayati (2013) dan Mardiasari (2012) menyatakan bahwa *ROA* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Syarif (2014), Nurhayati (2013) dan Rohmah (2012) yang menyatakan bahwa *Current Ratio* berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Selain itu juga hasil penelitian dari Carningsih (2012), Rohmah (2012) dan Herdinata (2007) menyatakan bahwa *ROA* berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Dari uraian di atas terlihat bahwa masih terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian mengenai rentabilitas dan likuiditas terhadap ESOP dan kinerja perusahaan pada nilai perusahaan, serta fenomena ESOP yang masih tergolong baru di Indonesia namun sudah digunakan oleh perusahaan *go public* mendorong penulis untuk melakukan pengujian terhadap fenomena tersebut. Penulis ingin mengkaji mengenai pengaruh rentabilitas dan likuiditas pada nilai perusahaan di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini penulis juga menggunakan jumlah opsi saham yang diumumkan sebagai variabel intervening. Maka dari itu penulis tertarik mengkaji tentang pengaruh rentabilitas dan likuiditas pada jumlah opsi saham dan dampaknya pada nilai perusahaan. Penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu pertimbangan oleh manajemen perusahaan untuk menentukan langkah-langkah yang diambil untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan latar belakang di atas, maka rumusan masalah untuk penelitian ini adalah (1) Bagaimana pengaruh rentabilitas pada jumlah saham yang diumumkan? (2) Bagaimana pengaruh likuiditas pada jumlah saham yang diumumkan? (3) Bagaimana pengaruh rentabilitas pada nilai perusahaan ? (4) Bagaimana pengaruh likuiditas pada nilai perusahaan ? (5) Bagaimana pengaruh jumlah saham yang diumumkan pada nilai perusahaan ? (6) Bagaimana jumlah saham yang diumumkan memediasi pengaruh rentabilitas pada nilai perusahaan? dan (7) Bagaimana jumlah saham yang diumumkan memediasi pengaruh likuiditas pada nilai perusahaan?

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bukti empiris dari kemampuan jumlah saham yang diumumkan sebagai pemediasi pengaruh rentabilitas dan likuiditas pada nilai perusahaan. Penelitian ini memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai pengaruh rentabilitas dan likuiditas pada jumlah opsi saham dan dampaknya pada perusahaan; memberikan bukti empiris mengenai teori sinyal dan teori keagenan; dapat menjadi pertimbangan bagi pelaku pasar modal terkait investasi yang akan ditanamkan di suatu perusahaan; dan dapat menjadi pertimbangan bagi pihak manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan terkait kompensasi melalui program ESOP.

Penelitian ini menggunakan beberapa teori dan konsep sebagai landasan dalam melakukan penelitian. Landasaan teori yang pertama adalah teori keagenan (*agency theory*). Teori ini menguraikan terkait hubungan kerja pemilik perusahaan dan pengelola perusahaan yang diatur melalui sebuah kontrak kerja untuk menjalankan aktivitas suatu perusahaan (Jensen and Meckling, 1976). Tujuan utama dari teori keagenan ini adalah untuk menjelaskan bagaimana kedua belah pihak yang melakukan hubungan kontrak meminimalisir *cost* sebagai sebuah dampak yang diakibatkan oleh adanya informasi yang tidak simetris dengan cara mendesain kontrak sedemikian rupa.

Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan alasan manajer suatu entitas memiliki insentif secara sukarela melaporkan informasi kepada pasar modal meskipun tidak ada ketentuan yang mengharuskan mereka melakukan hal tersebut (Astika, 2011:78). Teori sinyal menjadi hal yang penting karena adanya asimetri informasi yang mengisyaratkan bahwa pihak manajemen perusahaan memiliki

informasi yang lebih banyak dan detail mengenai perusahaan dibandingkan dengan pihak yang berada diluar manajemen. Dikarenakan pihak manajemen memiliki informasi yang lebih lengkap, maka manajemen memberikan sinyal mengenai keadaan perusahaan kepada investor yang dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam membuat suatu keputusan. Sinyal yang baik dan tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang memiliki kinerja yang kurang baik lebih disarankan agar investor tidak salah dalam menanggapi sinyal yang diberikan oleh pihak manajemen.

Kinerja perusahaan dari segi keuangan dapat diukur menggunakan rasio keuangan. Rasio keuangan memberikan gambaran bagi manajemen untuk menetapkan target maupun standar terkait dengan pencapaian perusahaan. Rasio keuangan membantu manajemen dalam menentukan target jangka panjang dan membuat keputusan jangka pendek yang dimana kondisi perusahaan dapat berubah setiap harinya. Menurut Wiagustini (2014: 84) terdapat lima rasio yang dapat digunakan dalam mengukur kinerja keuangan yakni rasio likuiditas (mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya), rasio rentabilitas (mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba), rasio solvabilitas (mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang), rasio aktivitas usaha (mengukur tingkat efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya yang ada di perusahaan), dan rasio penilaian/pasar (mengukur kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai pasarnya diatas biaya investasi).

*Employee Stock Option Plan* (ESOP) merupakan hak karyawan yang diberikan oleh manajemen untuk membeli saham pada periode tertentu pada tingkat harga yang sudah ditentukan pada saat diberikan (Telaumbauna, 2000 dalam Herdinata, 2012). Periode pelaksanaan ESOP berkisar antara lima sampai sepuluh tahun. Pembeli opsi mempunyai pilihan untuk menggunakan opsi tersebut kapan saja selama masih berlaku atau tidak menggunakannya sama sekali sampai masa berlakunya habis.

ESOP disalurkan melalui 4 tahapan, yaitu (1) tahap pengumuman ESOP kepada karyawan maupun pihak eksternal perusahaan, (2) hibah opsi saham, yang pada umumnya terdiri dari beberapa tahapan yang disesuaikan dengan hasil keputusan RUPS di masing-masing perusahaan, (3) tahap pembelian saham perusahaan atau yang dikenal dengan tahap pengeksekusian, (4) penjualan saham yang bersumber dari ESOP kepada publik (Astika, 2012). ESOP merupakan program yang bertujuan untuk memberikan kesempatan bagi karyawan untuk memiliki saham perusahaan atas pencapaiannya dalam perusahaan. Bila kinerja perusahaan semakin meningkat tiap tahunnya, tentunya akan diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan yang dapat tercermin dari harga saham. Bila pembeli opsi membeli saham dengan harga yang lebih rendah dibandingkan saat pemberian, maka karyawan mendapatkan keuntungan dari selisih harga saham tersebut bila ia menjualnya saat harga saham lebih tinggi. Nilai suatu opsi bagi karyawan sifatnya terkait dengan kinerja perusahaan di masa mendatang.

Menurut Bapepam (2002), kelebihan program opsi saham karyawan yakni (1) Opsi saham mengaitkan imbalan kepada karyawan dengan keberhasilan yang

akan datang karena opsi tersebut hanya menjadi bernilai jika harga saham perusahaan meningkat; (2) Opsi dapat menjadi alat yang efektif untuk mempertahankan karyawan jika dikaitkan dengan jadwal waktu tunggu; (3) Dari sudut pandang akuntansi, opsi secara umum tidak dipertimbangkan sebagai beban pada buku perusahaan. Sedangkan kekurangan program opsi saham karyawan yakni (1) Karena kompleksitasnya, opsi saham dapat sulit dimengerti oleh karyawan; (2) Kas keluar yang diperlukan pada saat pelaksanaan, dapat dipandang sebagai suatu hal yang negatif oleh karyawan. Jika harga saham turun secara substansial dibawah harga pelaksanaan, opsi tersebut tidak memberikan insentif keuangan bagi perusahaan.

Perseroan umumnya dibagi menjadi dua bagian, yakni pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan. Aktivitas manajemen berhubungan dengan pencapaian tujuan perusahaan dengan efektif dan efisien. Menurut Andri dan Hanung (2007) dalam Febrina (2010: 5) nilai perusahaan adalah nilai jual perusahaan atau nilai tumbuh bagi pemegang saham, nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya. Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *Tobin's Q*. *Tobin's Q* merupakan rasio rancangan dari seorang ekonom Amerika yang bernama James Tobin. *Tobin's Q* merupakan salah satu alat ukur yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan yang dapat dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan (Weston dan Copeland,1997).

Rentabilitas dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola manajemen perusahaan secara efektif. Perusahaan yang dapat mengelola

manajemennya dengan baik dapat membuat perusahaan memperoleh laba yang maksimal menggunakan modal sendiri maupun dana yang diinvestasikan ke dalam perusahaan. Rentabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan modal sendiri. Hasil penelitian Astika (2012) menyatakan bahwa semakin besar tingkat profitabilitas/rentabilitas, semakin baik program opsi atau ESOP. Meningkatnya rentabilitas perusahaan tidak lepas dari kinerja karyawan khususnya karyawan eksekutif.. Dengan meningkatnya rentabilitas perusahaan yang melaksanakan ESOP, maka perusahaan akan memberikan penghargaan bagi karyawannya dengan memberikan saham dalam jumlah tertentu pada saat pengumuman. Oleh sebab itu, maka hipotesis penelitian dapat dinyatakan sebagai berikut.

H<sub>1</sub> : Rentabilitas berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan.

Program ESOP memotivasi karyawan untuk melakukan sesuatu yang meningkatkan kinerja perusahaan. Likuiditas merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan yang dapat dilihat dari perubahan *Current Ratio*. *Current Ratio* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan aktiva lancar untuk memenuhi pasiva lancar. Agar perusahaan likuid, posisi aktiva lancar harus lebih besar daripada pasiva lancar. dalam penelitian Ding dan Sun (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami likuiditas yang rendah cenderung memilih membayar dengan menggunakan opsi saham kepada karyawan dan eksekutifnya sehingga akan memengaruhi jumlah opsi saham dalam pengadopsian ESOP.

H<sub>2</sub> : Likuiditas berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan.

Rentabilitas dapat diukur dengan menggunakan ROA. Pertumbuhan ROA akan menunjukkan bagaimana perusahaan tersebut mampu dalam menghasilkan keuntungan. Bila ROA meningkat, maka investor dapat menangkap sinyal positif dari manajemen perusahaan sehingga memudahkan manajemen menarik modal dalam bentuk saham (Hermuningsih, 2013). Dengan meningkatnya rentabilitas pada suatu perusahaan, maka meningkat pula nilai suatu perusahaan di mata investor. Pernyataan tersebut dapat dibuktikan dengan hasil penelitian dari Susanti (2010) yang menyatakan bahwa profitabilitas/rentabilitas berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Sehingga hipotesis penelitian dapat dinyatakan sebagai berikut.

H<sub>3</sub> : Rentabilitas berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan akan direspon positif oleh investor. Bila perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya, berarti perusahaan memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajibannya menggunakan dana lancar yang dimilikinya. Dengan melihat tingkat likuiditas perusahaan yang baik, tentu saja investor akan memberikan penilaian yang baik dan berdampak pada meningkatnya harga saham yang dapat mencerminkan nilai perusahaan. Hal ini diperkuat oleh hasil penelitian Anzlina dan Rustam (2013) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh pada nilai perusahaan.

H<sub>4</sub> : Likuiditas berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

ESOP mempunyai tujuan untuk memotivasi dan membuat komitmen karyawan pada perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan, terutama dalam tujuan jangka panjangnya. Hasil penelitian Astika (2012) menyatakan bahwa

program opsi saham eksekutif dan karyawan (ESOP) bermanfaat untuk meningkatkan kinerja dan meningkatkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu, maka hipotesis penelitian adalah sebagai berikut.

H<sub>5</sub> : Jumlah saham yang diumumkan berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Setiap perusahaan menginginkan agar perusahaan dapat menghasilkan laba yang tinggi dengan modal yang dimilikinya. Untuk mencapai tujuan tersebut, perusahaan tentunya memiliki strategi bisnis jangka panjang yang tentunya memerlukan peran serta sumber daya manusia dalam perusahaan. Keberhasilan manajemen menjalankan strategi bisnis perusahaan tentunya harus diapresiasi untuk memberikan suatu penghargaan. Penghargaan terhadap manajemen salah satunya dapat berupa kompensasi berupa program opsi saham. Besarnya kompensasi yang diterima dikaitkan dengan ukuran kinerja perusahaan.

Hubungan rentabilitas dengan program opsi saham telah dibuktikan secara empiris oleh Astika (2012) yang dimana dalam penelitiannya dinyatakan bahwa semakin besar tingkat profitabilitas/rentabilitas, semakin baik program opsi atau ESOP. Program ESOP dikatakan baik tercermin dari meningkatnya harga saham yang meningkat dari tahun ke tahun. Selain dengan meningkatkan tingkat rentabilitas, dengan mengumumkan jumlah saham terkait dengan program ESOP dapat menjadi motivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Mardiantari (2015) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kinerja setelah pengadaan pengumuman ESOP.

H<sub>6</sub> : Rentabilitas berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan.

Kompensasi ekuitas seringkali dapat mengganti sebagian kompensasi kas. Program seperti opsi saham dapat membuat suatu perusahaan bersaing dalam pasar tenaga kerja tanpa harus membayar gaji yang tinggi. Sebuah program pembelian saham oleh karyawan dapat secara nyata meningkatkan arus kas perusahaan, pada saat karyawan membayar kas atas saham yang mereka terima. Tersedianya kas yang memadai mempermudah perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang dapat berdampak pada pemenuhan kebutuhan perusahaan setiap harinya. Terpenuhinya kebutuhan perusahaan setiap harinya dapat memperlancar jalannya kegiatan operasional perusahaan yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan.

Hubungan antara likuiditas dan program opsi saham dibuktikan secara empiris oleh Sun (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami likuiditas yang rendah cenderung memilih membayar dengan menggunakan opsi saham kepada karyawan dan eksekutifnya sehingga akan memengaruhi jumlah opsi saham dalam pengadopsian ESOP. Bila jumlah saham yang diumumkan telah diketahui oleh karyawan dan dapat mengikuti program tersebut, maka karyawan akan bekerja lebih baik lagi demi meningkatkan harga sahamnya di tahun mendatang agar mendapatkan keuntungan. Harga saham merupakan salah satu indikator yang dapat dilihat sebagai nilai dari suatu perusahaan.

H<sub>7</sub> : Likuiditas berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini melakukan pengamatan pada perusahaan yang melaksanakan ESOP pada rentang waktu 2000-2013 dengan mengakses data di *website* Bursa Efek Indonesia yakni [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun dan menerbitkan laporan keuangan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember 2000 sampai 2013; (2) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengadopsi program *Employee Stock Option Plan* (ESOP), dan mencantulkannya dalam laporan tahunan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember 2000 sampai 2013; (3) Perusahaan pengadopsi ESOP selama periode penelitian, serta memiliki kelengkapan informasi keuangan yang diperlukan dalam penelitian ini. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh jumlah amatan sebanyak 43 perusahaan dan jumlah sampel 39 perusahaan.

Definisi operasional variabel menjelaskan tentang variabel yang dapat diamati dan diukur dalam suatu penelitian. Dalam penelitian ini, variabel yang digunakan adalah sebagai berikut.

Rentabilitas diproksikan dengan ROA untuk mengukur kemampuan menghasilkan laba dari total aktiva yang digunakan. ROA dapat dihitung dengan rumus berikut (Wiagustini, 2014: 90).

$$ROA (\%) = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots \dots \dots (1)$$

Likuiditas pada penelitian ini diproksikan dengan *current ratio* untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya yang segera jatuh tempo. *Current ratio* dihitung dengan rumus berikut (Wiagustini, 2014: 87).

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Pasiva Lancar}} \times 100\% \dots\dots\dots(2)$$

Penerapan ESOP melalui pemberian opsi saham merupakan cara yang dilakukan oleh perusahaan untuk menarik perhatian para karyawannya. Saham yang dialokasikan untuk program ESOP umumnya saham biasa. Semua karyawan berhak dan berkesempatan untuk memiliki saham dengan demikian karyawan dikatakan sebagai pemilik saham pada perusahaan. Karyawan yang merasa memiliki saham akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya. Jumlah opsi saham pada penelitian ini mengacu pada segi kuantitas atau jumlah opsi yang diberikan oleh perusahaan pengadopsian ESOP. Opsi saham tersebut akan diproksikan dengan proporsi opsi saham yang didapat dengan cara membandingkan Jumlah saham yang diumumkan perusahaan diproksikan dengan membandingkan jumlah saham yang dihibahkan dengan jumlah saham yang dimiliki oleh perusahaan.

$$\text{Proporsi Opsi Saham} = \frac{\text{Jumlah Opsi Saham yang D hibahkan}}{\text{Keseluruhan jumlah saham yang Dimiliki perusahaan}} \dots\dots\dots (3)$$

Nilai perusahaan pada penelitian ini diproksikan dengan Tobin's Q. Rumus Tobin's Q dinyatakan sebagai berikut.

$$Q = \frac{(EMV+D)}{(EBV+D)} \dots\dots\dots(4)$$

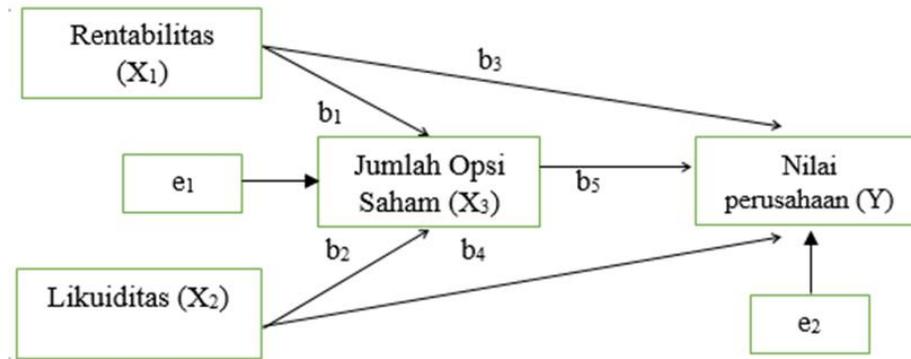
Dimana:

- Q = Nilai Perusahaan
- EMV = Nilai pasar equitas (EMV = *closing price* x jumlah saham beredar)
- D = Nilai buku dari total hutang
- EBV = Nilai buku dari total ekuitas (*Equity Book Value*)

Penelitian ini menggunakan teknik analisis jalur (*path analysis*) dengan bantuan program SPSS. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, untuk menaksir hubungan kausalitas antarvariabel yang berjenjang berdasarkan teori yang terdiri dari pengaruh langsung dan tidak langsung (Utama, 2012:156).

Pengujian menggunakan *path analysis* menggunakan 2 (dua) tahap. Tahap pertama adalah menggambarkan diagram jalur dan tahap kedua adalah menghitung koefisien regresi untuk struktur yang telah dirumuskan melalui analisis regresi secara parsial dimana koefisien jalurnya merupakan koefisien regresi yang terstandarisasi (*standardized coefficients beta*) untuk pengaruh langsungnya, sedangkan pengaruh tidak langsung merupakan perkalian antara koefisien jalur dari jalur yang dilalui setiap persamaan dan pengaruh total adalah penjumlahan dari pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung.

Model *path analysis* digambarkan dalam bentuk diagram (Gambar 1) yang menghubungkan antara variabel bebas, perantara dan tergantung. Pola hubungan ditunjukkan dengan anak panah. Anak panah-anak panah tunggal menunjukkan hubungan sebab-akibat antara variabel-variabel exogenous atau perantara dengan satu variabel tergantung atau lebih. Anak panah juga menghubungkan kesalahan (residu) dengan semua variabel endogenous masing-masing.



**Gambar 1. Model Path Analysis Pengaruh Rentabilitas dan Likuiditas pada Jumlah Opsi Saham dan Dampaknya pada Nilai Perusahaan**

Penelitian ini memiliki 7 hipotesis yang disusun dalam 2 substruktural regresi. Analisis jalur 1 bertujuan untuk menguji rentabilitas dan likuiditas pada jumlah saham yang diumumkan. Model regresi analisis jalur 1 ditunjukkan dengan persamaan berikut.

$$\text{Struktural : } X_3 = b_1X_1 + b_2X_2 + e_1 \dots\dots\dots (5)$$

Sedangkan analisis jalur 2 bertujuan untuk menguji pengaruh rentabilitas, likuiditas dan jumlah saham yang diumumkan pada nilai perusahaan. Model regresi analisis jalur 2 ditunjukkan dengan persamaan berikut.

$$\text{Struktural : } Y = b_3X_1 + b_4X_2 + b_5X_3 + e_2 \dots\dots\dots (6)$$

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan dengan prosedur yang dikembangkan oleh Sobel (1982) dan dikenal dengan Uji Sobel (*Sobel Test*). Uji Sobel digunakan dengan menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel X<sub>1</sub> pada Y melalui X<sub>3</sub> dan pengaruh tidak langsung X<sub>2</sub> pada Y melalui X<sub>3</sub>. Pengaruh tidak langsung X<sub>1</sub> pada Y melalui X<sub>3</sub> dihitung dengan cara mengalikan koefisien jalur X<sub>1</sub> terhadap Y (b<sub>1</sub>) dengan koefisien jalur X<sub>3</sub> terhadap Y (b<sub>5</sub>). Jika pengaruh

variabel bebas terhadap variabel terikat menurun menjadi nol dengan memasukkan variabel intervening, maka terjadi mediasi sempurna. Namun demikian, jika pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat menurun tidak sama dengan nol dengan memasukkan variable intervening, maka terjadi mediasi parsial. Mediasi sederhana terjadi jika dipenuhi asumsi: (1) tidak ada kesalahan pengukuran pada variabel mediasi, dan (2) Variabel terikat tidak memengaruhi variabel intervening. *Standard error* tidak langsung ditulis dengan rumus sebagai berikut:

$$Sb_1b_5 = \sqrt{b_5^2 Sb_1^2 + b_1^2 Sb_5^2} \dots\dots\dots(7)$$

Pengaruh tidak langsung X<sub>2</sub> pada Y melalui X<sub>3</sub> dihitung dengan cara mengalikan koefisien jalur X<sub>2</sub> terhadap Y (b<sub>2</sub>) dengan koefisien jalur X<sub>3</sub> terhadap Y (b<sub>5</sub>). *Standard error* tidak langsung ditulis dengan rumus sebagai berikut:

$$Sb_2b_5 = \sqrt{b_5^2 Sb_2^2 + b_2^2 Sb_5^2} \dots\dots\dots (8)$$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung X<sub>1</sub> pada Y melalui X<sub>3</sub>, maka dihitung nilai z dari koefisien b<sub>1</sub>b<sub>5</sub> dengan rumus sebagai berikut:

$$z = \frac{b_1 b_5}{Sb_1 b_5} \dots\dots\dots (9)$$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung X<sub>2</sub> pada Y melalui X<sub>3</sub>, maka dihitung nilai z dari koefisien b<sub>2</sub>b<sub>5</sub> dengan rumus sebagai berikut:

$$z = \frac{b_2 b_5}{Sb_2 b_5} \dots\dots\dots (10)$$

Keterangan:

- b<sub>1</sub> = Koefisien jalur X<sub>1</sub> terhadap X<sub>3</sub>
- b<sub>2</sub> = Koefisien jalur X<sub>2</sub> terhadap X<sub>3</sub>
- b<sub>5</sub> = Koefisien jalur X<sub>3</sub> terhadap Y
- b<sub>1</sub>b<sub>5</sub> = Hasil kali koefisien jalur X<sub>1</sub> terhadap X<sub>3</sub> dengan X<sub>3</sub> terhadap Y
- b<sub>2</sub>b<sub>5</sub> = Hasil kali koefisien jalur X<sub>2</sub> terhadap X<sub>3</sub> dengan X<sub>3</sub> terhadap Y
- Sb<sub>1</sub> = *Standard error* koefisien b<sub>1</sub>

$Sb_2$  = *Standard error* koefisien  $b_2$   
 $Sb_5$  = *Standard error* koefisien  $b_5$   
 $Sb_1b_5, Sb_2b_5$  = *Besarnya standard error* tidak langsung

Untuk mengetahui pengambilan keputusan uji hipotesis, maka model hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>6</sub>: Rentabilitas berpengaruh positif pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan.

H<sub>7</sub>: Likuiditas berpengaruh positif pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan.

Pada tingkat signifikansi 5 persen, kriteria pengujian yang digunakan adalah sebagai berikut: (a) Jika  $z$  hitung  $< z$  tabel, maka  $H_0$  diterima yang berarti bahwa  $X_3$  bukan variabel mediasi (*intervening*); (b) Jika  $z$  hitung  $\geq z$  tabel, maka  $H_0$  ditolak yang berarti bahwa  $X_3$  merupakan variabel mediasi (*intervening*).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Perusahaan yang dijadikan objek dan dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang telah menerapkan program ESOP dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan data dari Bursa Efek, tahun 2000 sampai dengan tahun 2013 terdapat 43 perusahaan yang telah menerapkan ESOP, dari 43 perusahaan tersebut hanya terpilih 39 perusahaan yang memenuhi kriteria purposive sampling. Hal ini disebabkan karena 4 perusahaan lainnya tidak memiliki kelengkapan data. Hal inilah yang menyebabkan perusahaan-perusahaan tersebut harus dikeluarkan dari sampel penelitian.

Perhitungan koefisien jalur dilakukan dengan analisis regresi linier berganda melalui software SPSS for Windows, diperoleh hasil yang ditunjukkan pada Tabel 1.

**Tabel 1.**  
**Ringkasan Koefisien Jalur dan Signifikansi Hubungan Antarvariabel**

Regresi	Koef. Reg. Standar	Standard Error	t hitung	P. Value	Keterangan
$X_1 \rightarrow X_3 (b_1)$	0,358	0,001	2,426	0,020	Signifikan
$X_2 \rightarrow X_3 (b_2)$	0,349	0,004	2,370	0,023	Signifikan
$X_1 \rightarrow Y (b_3)$	0,205	0,020	2,131	0,040	Signifikan
$X_2 \rightarrow Y (b_4)$	0,197	0,143	2,056	0,047	Signifikan
$X_3 \rightarrow Y (b_5)$	0,632	5,764	6,255	0,000	Signifikan

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Tabel 1 menunjukkan bahwa tingkat signifikansi rentabilitas ( $X_1$ ) dan likuiditas ( $X_2$ ) pada jumlah opsi saham yang diumumkan ( $X_3$ ) masing-masing sebesar 0,020 dan 0,023 lebih kecil dari 0,05. Tingkat signifikansi rentabilitas dan likuiditas pada nilai perusahaan masing-masing sebesar 0,040 dan 0,047 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menjelaskan bahwa intensitas rentabilitas ( $X_1$ ) dan likuiditas ( $X_2$ ) berpengaruh signifikan terhadap jumlah opsi saham yang diumumkan ( $X_3$ ) dan nilai perusahaan ( $Y$ ). Tingkat signifikansi jumlah opsi saham yang diumumkan adalah sebesar 0,0000 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menjelaskan bahwa jumlah opsi saham yang diumumkan ( $X_3$ ) juga berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ).

Berdasarkan tabel 1 di atas, persamaan struktural hasil analisis jalur substruktur 1 adalah sebagai berikut.

$$X_3 = b_1 X_1 + b_2 X_2 + e_1 \dots \dots \dots (11)$$

$$X_3 = 0,358 X_1 + 0,349 X_2 + e_1$$

Persamaan struktural hasil analisis jalur substruktur 2 adalah sebagai berikut.

$$Y = b_3 X_1 + b_4 X_2 + b_5 X_3 + e_2 \dots \dots \dots (12)$$

$$Y = 0,0205 X_1 + 0,197 X_2 + 0,632 X_3 + e_2$$

Berdasarkan tabel 4.2 dapat dijelaskan bahwa intensitas rentabilitas ( $X_1$ ) dan likuiditas ( $X_2$ ) berpengaruh signifikan terhadap jumlah opsi saham yang diumumkan ( $X_3$ ) dan nilai perusahaan ( $Y$ ). Jumlah opsi saham ( $X_3$ ) juga berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ).

Hasil uji signifikansi pengaruh tidak langsung variabel  $X_1$  pada  $Y$  melalui  $X_3$  dengan menghitung nilai  $z$  adalah sebesar 0,974. Sedangkan hasil perhitungan uji signifikansi pengaruh tidak langsung variabel  $X_2$  pada  $Y$  melalui  $X_3$  dengan menghitung nilai  $z$  adalah sebesar 2,094.

Hipotesis  $H_1$  dalam penelitian ini adalah rentabilitas berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan. Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah diringkas pada tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien regresi standar 0,358 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,020 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa rentabilitas berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Astika (2012) menyatakan bahwa semakin besar tingkat profitabilitas/rentabilitas, semakin baik program opsi atau ESOP. Semakin besar tingkat rentabilitas suatu perusahaan, berarti bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba dari asset yang dimiliki. Manajemen berusaha untuk meningkatkan kinerja perusahaan agar meningkatkan nilai perusahaan yang dapat tercermin dari nilai saham. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan, karyawan eksekutif di beberapa perusahaan yang menerapkan ESOP mendapatkan hak opsi sebagai bonus dari hasil kerjanya meningkatkan nilai perusahaan yang jumlahnya akan ditentukan dalam RUPS.

Hipotesis  $H_2$  dalam penelitian ini adalah likuiditas berpengaruh positif pada opsi saham yang diumumkan. Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah diringkas pada tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien regresi standar 0,349 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,023 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_2$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan pada jumlah opsi saham yang diumumkan. Perusahaan memilih memberikan opsi saham dibandingkan dengan memberikan bonus kas karena perusahaan tidak perlu mengakui beban, namun hanya melaporkan nilai opsi pada saat menyiapkan laporan keuangan.

Hipotesis  $H_3$  dalam penelitian ini adalah rentabilitas berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah diringkas pada tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien regresi standar 0,205 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,040 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_3$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa rentabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Hermuningsih (2013) menyatakan bahwa bila ROA meningkat, maka investor dapat menangkap sinyal positif dari manajemen perusahaan sehingga memudahkan manajemen menarik modal dalam bentuk saham. Semakin baik nilai perusahaan, semakin mudah manajemen untuk mendapatkan modal dari investor.

Hipotesis  $H_4$  dalam penelitian ini adalah likuiditas berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah diringkas pada tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien regresi standar 0,197 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,047 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_4$

diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Bila perusahaan mampu memelihara likuiditasnya dengan baik, maka kegiatan operasional perusahaan dapat berjalan dengan baik dan dapat memberikan dampak yang positif pada perusahaan.

Hipotesis  $H_5$  dalam penelitian ini adalah jumlah opsi saham yang diumumkan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah diringkas pada Tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien regresi standar 0,632 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05. Hasil ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_5$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa jumlah saham yang diumumkan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Astika (2012) menyatakan bahwa program opsi saham eksekutif dan karyawan (ESOP) bermanfaat untuk meningkatkan kinerja dan meningkatkan nilai perusahaan. Konsep dibalik program ESOP adalah bahwa jika harga saham perusahaan meningkat dalam tahun-tahun setelah pemberian, karyawan mendapat keuntungan dengan membeli saham pada harga lebih rendah yakni harga yang berlaku pada waktu pemberian dan menjualnya dengan harga yang lebih tinggi, setelah harga meningkat. Nilai opsi saham sifatnya terkait dengan kinerja perusahaan di masa mendatang. Karyawan yang mendapatkan hak opsi dan membelinya saat hibah, maka akan berusaha untuk memberikan yang terbaik bagi perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan dan dapat meningkatkan harga saham di masa mendatang.

Hipotesis  $H_6$  dalam penelitian ini adalah rentabilitas berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan. Berdasarkan hasil uji

sobel dapat dijelaskan bahwa nilai  $z$  hitung variabel rentabilitas ke nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan adalah 0,974. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai  $z$  hitung = 0,974 <  $z$  tabel = 1,96. Hasil ini berarti bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_6$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa rentabilitas tidak berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah opsi saham yang diumumkan. Ini berarti bahwa investor mempertimbangkan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan tingkat rentabilitas dan tidak memperhatikan jumlah opsi saham yang diumumkan oleh perusahaan.

Hipotesis  $H_7$  dalam penelitian ini adalah likuiditas berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan. Berdasarkan hasil uji sobel dapat dijelaskan bahwa nilai  $z$  hitung variabel likuiditas ke nilai perusahaan melalui jumlah saham yang diumumkan adalah 2,094. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai  $z$  hitung = 2,094 >  $z$  tabel = 1,96. Hal ini berarti bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_7$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh pada nilai perusahaan melalui jumlah opsi saham yang diumumkan. Ini berarti bahwa investor mempertimbangkan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan tingkat likuiditas dan memperhatikan jumlah opsi saham yang diumumkan oleh perusahaan.

#### **SIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat ditarik kesimpulan bahwa rentabilitas berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan dan likuiditas juga berpengaruh positif pada jumlah saham yang diumumkan. Rentabilitas berpengaruh positif pada nilai perusahaan dan likuiditas juga berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Jumlah opsi saham yang

diumumkan tidak mampu memediasi rentabilitas pada nilai perusahaan. Namun di sisi lain, jumlah opsi saham mampu memediasi likuiditas pada nilai perusahaan.

Saran yang dapat disampaikan yakni perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang rendah agar memperhatikan jumlah saham yang diumumkan. Untuk penelitian selanjutnya, melihat dari fluktuasi data pada penelitian ini, disarankan untuk memperpanjang periode penelitian sehingga memperoleh hasil penelitian yang lebih valid. Selain itu, penelitian selanjutnya juga disarankan untuk menggunakan pengukuran variabel yang berbeda dengan metode penelitian yang berbeda pula.

## REFERENSI

- Ahmad, Afridian Wirahadi dan Yossi Septriani. 2008. Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* 3 (2): 47-55.
- Analisa, Yangs. 2011. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi S1 Jurusan Manajemen Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*. Semarang.
- Anwar, Azwar dan Zaki Baridwan. 2006. Effect of Employee Stock Option Plans (ESOPS) to Performance and Firm Value: Empirical Study at JSX. *Jurnal dan Prosiding SNA 9 Padang*.
- Anzlina, Corry Winda dan Rustam. 2013. Pengaruh Tingkat Likuiditas, Solvabilitas, Aktivitas dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Real Estate dan Property di BEI Tahun 2006-2008. *Jurnal Ekonomi*, 16 (2).
- Astika, Ida Bagus Putra. 2007. Manfaat dan Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Pengadopsian Program Opsi Saham Pada Perusahaan Publik yang Listing di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 2, Juli 2007.
- Asyik, Nur Fadrijih. 2009. Dampak Struktur Modal Pada Sensitivitas Penerapan Kompensasi Opsi Saham Karyawan Terhadap Kinerja. *Ekuitas*, 14 (1): 1-21.

- Bapepam. 2002. Studi Tentang Penerapan ESOP (Employee Stock Ownership Plan) Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. <http://www.martonomily.com> (diunduh tanggal 24 Agustus 2015)
- Bhattacharya Utpal dan Amy Dittmar. 2001. Costless Versus Costly Signalling: Theory and Evidence From Share Repurchases. <http://citeseerx.ist.psu.edu/> (diunduh tanggal 25 Agustus 2015).
- Brenner, M., R.K Sundaram dan D. Yermack. 2000. Altering the Term of Executive Stock Option. *Journal of Finance and Economics*, 57: 103-128.
- Carningsih. 2012. Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Hubungan Antara Kinerja Keuangan dengan Nilai Perusahaan. *Skripsi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma*.
- Carter, Mary Ellen dan Luann J. Lynch. 2000. An Examination of Executive Stock Option Repricing. *Journal of Financial Economics* 61: 207-225.
- Core, J. E., W. R. Guay. 2000. Stock Option Plans for Non Executive Employee. *Journal of Financial Economics* 61: 253-287.
- Ding, David K. dan Qian Sun. 2001. Causes and Effects of Employee Stock Option Plans: Evidence from Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal* 9 (5) :563-599.
- Elhayek, Hadi dan Sonja Petrovic-Lazarevic. 2005. Are Employee Share Ownership Programs Really Improving Organisational Performance? Department of Management. *Working Paper Series ISSN 1327-5216*.
- Febrina, Nica. 2010. Pengaruh Komisaris Independen dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Wholesale yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Skripsi Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi-Universitas Gunadarma*.
- Habibi, Roby Rahim. 2010. Pengaruh Current Ratio, Quick Ratio, dan Working Capital to Total Asset Ratio terhadap Kinerja Perusahaan Sektor Properti. *Skripsi Sarjana S1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Ilmu Islam Negeri Syarif Hidayatullah*.
- Herdinata, Christian. 2007. Analisis Penerapan ESOP (Employee Stock Ownership Program) Terhadap Reaksi Pasar dan Hubungannya Dengan Kinerja Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16 (1): 77-85.
- Hermuningsih, Sri. 2013. Profitability, Growth, Capital Structure and The Firm Value. *Buletin of Monetary, Economics and Banking* October 2013.

- Ivanov, Stoyu I. 2010. Esops and Corporate Officers' Compensation. *Mountain Plains Journal of Business and Economics*, General Research 11.
- Jensen, Michael C. Dan Meckling, William H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance and Economics* 3(4): 305-360.
- Klien, Katherine J. 1987. Employment Stock Ownership and Employment Attitudes:A Test of Three Models. *Journal of Applied Psychology Monograph*, 72 (2).
- Lin, Shu-Hui. 2009. Why Firms Award Stock Option (Examining the Design of Employee Stock Options. *Asian Social Science* 5 (7).
- Mardiasari, Nila. 2012. Pengaruh Return On Asset terhadap Good Corporate Governance Sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi Jurusan Ilmu Ekonomi Islam Fakultas Syari'ah dan Hukum Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga*. Yogyakarta.
- Mehran, H. 1995. Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 38.
- Mulianti, F.M. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro*. Semarang.
- Muljani, Ninuk. 2002. Kompensasi Sebagai Motivator untuk Meningkatkan Kinerja Karyawan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 4 (2).
- Nurhayati, Mafizaton. 2013. Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Dividend dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, 5 (2).
- Nur Rohmah, Vita. 2012. Pengaruh Current Ratio, Equity to Total Asset, Return on Asset, Earning Per Share, Dividen Payout Ratio, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan yang Diukur dengan Tobin's Q. *Skripsi Program S1 Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang*.
- Pugh, William N, Sharon L Oswald dan John S Jahera, 2000. The Effect of ESOP adoptions on Corporate Performance: Are There Really Performance Change?. *Journal of Managerial and Economic*, 21:167-180.
- Rhee, Thomas A. 2006. On Valuing Employee Stock Option Plans with The Requisite Service Period Requirement. *The Journal of Entrepreneurial Finance* 11 (1): 39-50.

- Rompas, Gisela Prisilia. 2013. Likuiditas, Solvabilitas dan Rentabilitas Terhadap Nilai Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA* 1 (3): 252-262.
- Sarwono, Jonathan. 2007. *Analisis Jalur Untuk Riset Bisnis dengan SPSS*. Yogyakarta: Penerbit Andy.
- Sudiyatno, Bambang dan Elen Puspitasari. 2010. Tobin's Q dan Altman Z-Score Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan. *Kajian Akuntansi*, 2 (1): 9-21.
- Sugiyono. 2012. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Susanti, Rika. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi S1 Jurusan Manajemen Keuangan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro*. Semarang.
- Syarif. 2014. Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi Sarjana S1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Surakarta*.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2014. *Manajemen Keuangan*. Denpasar: Udayana University Press.
- Winarso, Eddy. 2012. Employee Stock Option Plans (ESOP) and Company Value (Case on Go Public Company in Indonesia). <http://repository.widyatama.ac.id> (diunduh tanggal 23 Juli 2015)
- Yermak, D. 1997. Good Timing: CEO Stock Option Award and Company News Announcements. *Journal of Finance*, 52:449-476.