

PENGARUH PENERAPAN *EMPLOYEE STOCK OPTION PLAN* PADA NILAI PERUSAHAAN DENGAN KINERJA KEUANGAN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

**Putu Nuniek Hutnaleontina¹
I Dewa Gede Dharma Suputra²**

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: nanabagoes@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh 1)proporsi opsi saham karyawan yang dihibahkan pada kinerja perusahaan, 2)kinerja perusahaan pada nilai perusahaan, 3)proporsi opsi saham karyawan yang dihibahkan pada nilai perusahaan, 4)proporsi opsi saham karyawan yang dihibahkan pada nilai perusahaan melalui kinerja keuangan. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia dengan data sekunder. Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling*. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 36 perusahaan yang telah mengadopsi ESOP dan mengumumkan ESOP dari tanggal 1 Januari 1999 sampai 31 Desember 2014. Teori yang mendasari penelitian ini adalah *Agency Theory* dan *Prospect Theory*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi opsi saham perusahaan setelah hibah 1)berpengaruh positif pada kinerja keuangan, 2)Kinerja keuangan berpengaruh positif pada nilai perusahaan, 3)proporsi opsi saham tidak berpengaruh langsung pada nilai perusahaan, 4)proporsi opsi saham tidak berpengaruh pada nilai perusahaan melalui mediasi kinerja keuangan perusahaan, sehingga dapat disimpulkan kinerja keuangan perusahaan memediasi sempurna hubungan antara proporsi jumlah saham yang dihibahkan pada nilai perusahaan setelah adanya hibah

Kata Kunci: *Employee Stock Option Plan*, Kinerja Perusahaan, Nilai Perusahaan

ABSTRACT

This study aimed to get empirical evidence of the effect of 1) the proportion of employee stock options were granted to the company's performance, 2) the company's performance in the company's value, 3) the proportion of employee stock options are granted on the value of the company, 4) the proportion of employee stock options were granted at a value the company through financial performance. This research was conducted in the Indonesia Stock Exchange with secondary data. The sampling technique is purposive sampling. The population used in this study are 36 companies that have adopted and announced ESOP from January 1, 1999 until December 31, 2014. The theory underlying this study is the Agency Theory and Prospect Theory. The results showed that the proportion of stock options the company after the grant 1) a positive effect on financial performance, 2) financial performance has positive effect on the value of the company, 3) the proportion of stock options has no direct effect on the value of the company, 4) the proportion of stock options has no effect on the value of the company through the mediation of the financial performance of the company, so it can be concluded the company's financial performance perfect mediate the relationship between the proportion of the number of shares granted on the value of the company after the grant.

Keywords: Employee Stock Option Plan, Company Performance, Value Company

PENDAHULUAN

Kinerja perusahaan merupakan *issue* penting terutama di era globalisasi yang informasinya dibutuhkan oleh para *stakeholder* perusahaan, dan informasi tersebut bisa dilihat dari laporan keuangan. Perusahaan dituntut untuk terus meningkatkan kinerjanya tidak hanya untuk mempertahankan kelangsungan usahanya (*going concern*), namun juga untuk dapat memenangkan persaingan bisnis yang semakin ketat. Kinerja perusahaan, terutama perusahaan yang telah *go public*, 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.

Indikator yang sering digunakan untuk menilai kinerja perusahaan ialah tingkat pengembalian (*return*) terhadap pemilik dan nilai perusahaan. Pencapaian *return* yang tinggi dan peningkatan nilai perusahaan dapat terwujud jika ada kerja sama yang baik antara pemegang saham (*prinsipal*) dan manajemen (*agen*). Namun pada praktiknya, penyatuan kepentingan kedua pihak sulit dicapai sehingga timbul masalah yang dikenal sebagai masalah keagenan. Setidaknya terdapat dua sumber permasalahan keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) yaitu: (1) jika prinsipal dan agen merupakan pemaksimal utilitas, maka agen tidak akan selalu mengambil keputusan yang memaksimalkan kepentingan prinsipal melainkan berusaha untuk memaksimalkan kepentingannya sendiri; dan (2) adanya asimetri informasi antara prinsipal dan agen, dimana agen memiliki informasi lebih banyak dari prinsipal. Perbedaan kepentingan ini dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Penerapan

Employee Stock Option Plan (ESOP) merupakan salah satu cara untuk mengurangi perbedaan kepentingan antara para pemilik dan manajemen perusahaan.

Berkembangnya ESOP di Indonesia tidak luput dari sejarah awal berkembangnya ESOP di Amerika Serikat pada tahun 1950-an. Di Indonesia sendiri praktek opsi saham ini telah mulai ada sebelum tahun 1998 yang telah diterapkan oleh beberapa perusahaan *non-public*, namun semakin berkembang setelah tahun 1998, dimana sudah ada peraturan yang mengatur tentang penerapan opsi saham tersebut, yaitu PSAK No.53. Setelah diberlakukan PSAK No. 53, terjadi peningkatan perusahaan yang mengadopsi ESOP khususnya untuk perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 1999 hingga sekarang.

Employee Stock Option Plan adalah sebuah program manajemen sumber daya manusia berupa program kepemilikan karyawan dalam saham perusahaan di mana karyawan tersebut bekerja (Bapepam, 2002). Penelitian *The Work Foundation London University* (2002) menghubungkan efek dari ESOP terhadap kinerja keuangan yang menjelaskan bahwa, ESOP mampu mempertahankan karyawan yang memiliki kemampuan untuk mengembangkan perusahaan, meningkatkan *cash flow*, meningkatkan motivasi dan kinerja karyawan, meminimalisir konflik kepentingan antara pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*). Selain memberi manfaat bagi perusahaan, ESOP juga memberikan manfaat bagi para karyawan, dimana 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, para karyawan akan

memperoleh keuntungan dari selisih harga jual (pasar) dengan harga beli sahamnya (Bapepam, 2002). Bagi pemilik perusahaan, peningkatan kinerja karyawan memberikan prospek adanya peluang pencapaian laba yang lebih tinggi (Astika, 2007; 205). Keuntungan riil akan diperoleh jika karyawan sudah boleh menjual saham yang mereka miliki minimal setelah tiga tahun masa eksekusi ESOP. Pelaksanaan ESOP dibagi berdasarkan beberapa tahapan (*event*) yaitu tahap pengumuman, tahap hibah opsi dan tahap eksekusi saham dengan waktu pergeseran setiap tahap rata-rata 3 tahun. Harga eksekusi merupakan harga yang memiliki potensi keuntungan dijadikan sebagai pedoman dasar untuk membandingkan dengan harga pasar di tahun berikutnya, sehingga karyawan yang sudah menerima ESOP secara otomatis mereka merasa sudah memiliki saham perusahaan dan berusaha meningkatkan harga pasar saham dengan cara meningkatkan kinerja perusahaan tempat mereka bekerja.

Penelitian ini akan membahas pengaruh jumlah opsi saham yang dihibahkan pada nilai perusahaan melalui kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan berperan sebagai variabel *intervening* untuk mengetahui seberapa besar kinerja keuangan memediasi antara pengaruh variabel ESOP dengan nilai perusahaan. Variabel ini merupakan variabel penyela antara variabel independen dengan variabel dependen sehingga variabel independen tidak langsung mempengaruhi berubahnya variabel dependen. Dengan kata lain, nilai perusahaan tidak langsung berubah karena ESOP tetapi melalui pengaruh ESOP pada kinerja keuangan terlebih dahulu.

Jumlah opsi saham yang dihibahkan digunakan dalam penelitian ini karena jumlah opsi saham merupakan bagian penting dari ESOP yang menggambarkan jumlah saham yang akan dimiliki karyawan (dalam arti luas) di masa yang akan datang, dimana semakin tinggi jumlah saham yang dimiliki oleh karyawan, semakin tinggi pula semangatnya untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Mehran,1995). Kinerja perusahaan yang baik memberikan sinyal positif bagi pasar dan harga sahampun meningkat sehingga memiliki potensi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Maka dari itu pada penelitian ini menggunakan analisis fundamental yang merupakan analisis perhitungan nilai intrinsik yang mengacu pada kinerja perusahaan dan nilai perusahaan dengan menggunakan data keuangan perusahaan.

Perusahaan yang mengadopsi ESOP diharapkan akan memiliki karyawan yang kinerjanya lebih efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan kinerja keuangan dengan laba yang tinggi. Sementara perusahaan yang tidak mengadopsi ESOP hanya bekerja untuk mendapatkan gaji, sehingga mereka bekerja hanya untuk memenuhi jam kerja tanpa adanya motivasi tambahan. Kinerja keuangan pada penelitian ini diukur menggunakan delta *return on asset* (ROA) sebelum pengumuman dengan setelah pengumuman ESOP. Alasan dipilihnya ROA karena sesuai dengan konsep akuntansi keuangan yaitu kekayaan atau aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan bersumber pada *liability* dan *equity*.

Rasio ROA digunakan untuk mengukur sejauh mana kemampuan aset yang dimiliki perusahaan bisa menghasilkan laba (Tandelilin, 2010). Semakin besar ROA

suatu perusahaan semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan tersebut dan menunjukkan semakin efisien perusahaan tersebut dapat mengatur kekayaan yang dimiliki (manajemen aset). Begitu sebaliknya jika nilai ROA rendah maka manajemen aset perusahaan tersebut kurang efisien.

Studi yang dilakukan Elhayek *and* Lazarevic (2005), Astika (2006), dan Helfasari (2012) menemukan bahwa ESOP berpengaruh positif pada kinerja keuangan yang diproksi dengan ROA. Sedang studi yang dilakukan oleh Fakhruddin dan Hadiano (2001), Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bahwa keberhasilan perusahaan terkait erat dengan harga sahamnya. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena juga berarti memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan dimasa depan. Nilai perusahaan sering diproksikan dengan harga saham. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan. Pada penelitian ini, nilai perusahaan diukur dengan delta harga saham tahun sebelum pengumuman dengan setelah pengumuman. Semakin tinggi harga saham, maka akan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan dan mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang tinggi.

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dipaparkan maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) Apakah terdapat pengaruh positif proporsi opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan pada perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP; 2) Apakah terdapat pengaruh positif perubahan kinerja keuangan setelah adanya hibah ESOP pada perubahan nilai perusahaan; 3) Apakah terdapat pengaruh positif proporsi opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan pada perubahan nilai perusahaan; 4) Apakah perubahan kinerja keuangan perusahaan memediasi hubungan antara proporsi opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan pada perubahan nilai perusahaan.

Berdasarkan pokok permasalahan yang telah diuraikan di atas maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut; 1) Untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh jumlah opsi saham karyawan yang dihibahkan pada kinerja perusahaan; 2) Untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh kinerja perusahaan pada nilai perusahaan; 3) Untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh jumlah opsi saham karyawan yang dihibahkan pada nilai perusahaan; 4) Untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh jumlah opsi saham karyawan yang dihibahkan pada nilai perusahaan melalui kinerja keuangan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi semua pihak, diantaranya: 1) Manfaat teoritis dari penelitian ini mampu memberikan informasi, wawasan, dan pengetahuan yang berkaitan dengan akuntansi keuangan, khususnya mengenai pengaruh penerapan *Employee Stock Option Plan* (ESOP) pada nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel intervening di perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia; 2) Manfaat praktis dari penelitian ini diharapkan dapat

memberikan kontribusi praktis bagi perusahaan dalam hal kebijakan insentif bagi karyawan yaitu *Employee Stock Option Plan* (ESOP). Bagi regulator, dapat digunakan untuk melengkapi kekurangan peraturan tentang *Employee Stock Option Plan* (ESOP) baik ditinjau dari aspek pasar modal, perpajakan, maupun ketenagakerjaan. Bagi investor, dapat memberikan manfaat dalam membuat keputusan investasi ketika laporan yang diumumkan oleh emiten terdapat kegiatan ESOP oleh perusahaan.

ESOP sangat berkaitan dengan motivasi dalam peningkatan komitmen dan produktivitas karyawan. Penelitian *The Work Foundation London University* (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. Selain peningkatan tersebut ESOP juga mengurangi *labour turnover* (Klein, 1987).

ESOP sebagai insentif untuk menghargai kinerja jangka panjang perusahaan, dan merupakan langkah efektif untuk mempersempit *problem* keagenan dan menurunkan *agency cost* melalui penyejajaran kepentingan para eksekutif dengan para pemegang saham oleh Brenner, *et al* (2000). Tingkat seorang manajer menggunakan kemampuannya untuk memaksimalkan kemakmuran *shareholder* tergantung pada persentase kepemilikan manajer tersebut di dalam perusahaan. Sehingga hal tersebut dapat mengurangi masalah keagenan yang sering muncul.

Pugh (2000) meneliti dampak dari penggunaan ESOP oleh perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dilihat dari *Net Profit Margin* (NPM), *Asset Turnover*, *Debt to Assets*, *Return on Asstes* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE), *Debt to Asset* (DA), dan *Labor Cost to Sales* (LCS). Pugh menggunakan *t-test* untuk menguji hipotesisnya. Penelitian ini menyimpulkan bahwa hanya NPM, ROA, dan ROE yang mengalami peningkatan kinerja akibat pengadopsian ESOP.

Ha : Proporsi opsi yang dihibahkan kepada karyawan berpengaruh positif pada perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP.

Insentif berupa hibah opsi saham dalam pelaksanaan ESOP diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kinerja. Kinerja yang dicapai perusahaan berhubungan dengan persentase modal yang dimiliki oleh para eksekutif serta persentase kompensasinya yang berbasis ekuitas (Mehran, 1995). Sejalan dengan penelitian Astika (2005), fenomena kepemilikan saham oleh para eksekutif entitas bisnis merupakan salah satu bentuk strategi yang ditetapkan oleh *principals* dengan tujuan mengikat mereka supaya meningkatkan kinerja yang berdampak pada peningkatan nilai entitas tersebut. Kinerja dalam penelitian ini diukur dengan *Return on Asset* (ROA). ROA menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan total asset yang dimilikinya (Tandelilin, 2010). ROA mampu menunjukkan posisi perusahaan di pasar sekuritas. Ulupui (2007), Yuniasih (2007) dan Makaryawati (2002) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan gambaran tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis (H₂) sebagai berikut.

H_b : Perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP berpengaruh positif pada perubahan nilai perusahaan

Harga eksekusi yang digunakan sebagai harga referensi dalam pelaksanaan ESOP khususnya di tahap pengumuman terbentuk berdasarkan harga pasar saham perusahaan menjelang pengumuman. Asyik (2005) dan Astika (2007) menemukan bahwa harga eksekusi merupakan produk manajemen laba yang dilakukan manajemen dengan pola *income decreasing*. Tujuannya adalah karyawan dapat membeli saham perusahaan dengan harga yang relatif rendah pada saat opsi jatuh tempo. Calon investor yang cerdas akan melihat penurunan harga pasar saham pada saat pengumuman ESOP sebagai suatu peluang untuk mendapatkan keuntungan sehingga mereka cenderung melakukan pembelian saham perusahaan yang bersangkutan. Menurut Letlora dalam Hariyono (2012) informasi pelaksanaan ESOP ditanggapi positif melalui perubahan harga pasar saham. Berdasarkan gambaran tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis (H_3) sebagai berikut.

H_c : Proporsi opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan berpengaruh positif pada perubahan nilai perusahaan.

H_c' : Perubahan kinerja keuangan perusahaan memediasi hubungan antara proporsi opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan pada perubahan nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Metode penelitian ini menggunakan 1 (satu) variabel bebas, 1 (satu) dan 1 (satu) variabel terikat. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel terikat (*dependent*) yaitu nilai perusahaan, variabel bebas (*independent*) yaitu hibah opsi

saham dan variabel intervening yaitu kinerja keuangan. Jumlah sampel yang diambil adalah sebanyak 66 (enam puluh enam) perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel penelitian berdasarkan kriteria-kriteria yang ditentukan oleh penulis. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel, yaitu : 1) Perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengadopsi ESOP; 2) Perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode dari 1 Januari 1999 sampai dengan 31 Desember 2015, dengan pertimbangan setelah krisis. 3) Datanya tersedia secara lengkap untuk kebutuhan analisis, perusahaan yang mengadopsi ESOP.

Teknik Analisis Data yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi linier. Analisis regresi yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis Mediasi sederhana menggunakan regresi Ordinary Least Squares (OLS) dan menggunakan *metode of Coefficient*. Bertujuan mengetahui pengaruh penerapan *Employed Stock Option Plan* pada Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai variabel intervening di Bursa Efek Indonesia periode 1 Januari 1999 hingga 31 Desember 2015.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 1.
Analisis Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pros	66	0,0309	1,0000	0,347132	0,1679109

Droa	66	-0,0901	0,1514	0,017771	0,0445525
Dhar	66	-9450	29.650	1568,14	5093,348
Valid N (listwise)	66				

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa hibah opsi saham diukur dengan proporsi saham yang dihibahkan (pros) memiliki rata-rata 0,347132 dengan standar deviasi 0,1679109, dimana standar deviasi lebih kecil daripada nilai rata-rata menunjukkan bahwa hibah opsi saham pada perusahaan yang mengadopsi ESOP memiliki fluktuasi yang kecil. Hibah opsi saham dengan nilai terendah adalah MASA pada pemberian hibah tahap I tahun 2006 sebesar 0,0309, sedangkan nilai tertinggi adalah DAVO pada pemberian hibah tahap I tahun 2002 sebesar 1,0000.

Tabel 1 Menunjukkan kinerja keuangan diukur dengan delta rasio *Return On Asset* (droa) memiliki nilai rata-rata 0,17771 dengan standar deviasi 0,445525 dimana nilai standar deviasi lebih besar daripada nilai rata-rata menunjukkan bahwa kinerja keuangan pada perusahaan yang mengadopsi ESOP memiliki fluktuasi yang besar. Delta Kinerja keuangan dengan nilai terendah adalah SOBI pada pemberian hibah tahap III tahun 2009 sebesar -0,0901, sedangkan nilai tertinggi adalah INCO pada pemberian hibah tahap II tahun 2003 sebesar 0,1514.

Hasil analisis deskriptif pada Tabel 1 menunjukkan bahwa Nilai perusahaan diukur dengan delta harga (dhar) memiliki nilai rata-rata 1568,14 dengan standar deviasi 5093,348 dimana standar deviasi lebih besar daripada nilai rata-rata menunjukkan bahwa nilai perusahaan pada perusahaan yang mengadopsi ESOP memiliki fluktuasi yang besar. Nilai perusahaan dengan nilai terendah adalah ISAT

pada pemberian hibah tahap II 2004 sebesar -9450, sedangkan nilai tertinggi adalah INCO pada pemberian hibah tahap I tahun 2002 sebesar 29.650.

Tabel 2.
Hasil Uji Normalitas (pros ke droa)

		Unstandardized Residual
N		66
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,04319341
Most Extreme Differences	Absolute	0,124
	Positive	0,124
	Negative	-0,077
Kolmogorov-Smirnov Z		1,004
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,265

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat Proporsi Hibah Saham pada Kinerja Keuangan (pros ke droa) *Asymp. Sig (2-tailed)* sebesar 0,265 lebih besar dari $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi memiliki distribusi normal

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas (pros ke LnDhar)

		Unstandardized Residual
N		65
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	1,58215666
Most Extreme Differences	Absolute	0,065
	Positive	0,065
	Negative	-0,053
Kolmogorov-Smirnov Z		0,523
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,947

Sumber: data diolah, 2015

Pada Uji Normalitas Tabel 3 menunjukkan bahwa Kinerja Keuangan pada Nilai Perusahaan (droa ke LnDhar) *Asymp. Sig (2-tailed)* sebesar 0,947 lebih besar dari $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi memiliki distribusi normal.

Tabel 4.
Hasil Uji Normalitas (pros ke LnDhar)

		Unstandardized Residual
N		65
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	1,63244983
Most Extreme Differences	Absolute	0,055
	Positive	0,044
	Negative	-0,055
Kolmogorov-Smirnov Z		0,442
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,990

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa Proporsi Hibah Saham pada Nilai Perusahaan (pros ke LnDhar) *Asymp. Sig (2-tailed)* sebesar 0,990 lebih besar dari $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi memiliki distribusi normal.

Tabel 5.
Hasil Uji Autokorelasi (pros ke droa)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,245 ^a	0,060	0,045	0,0435295	1,724

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 5 menunjukkan bahwa Proporsi Hibah Saham pada Kinerja Keuangan (pros ke droa), uji autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai Durbin Watson (dw). Pada tabel Durbin Watson dengan menggunakan nilai signifikansi 0,05, jumlah sampel 66 dan jumlah variabel bebas (k) 1, akan diperoleh nilai sebesar 1,57 (dl) dan 1,63 (du). Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai dw 1,724 lebih besar dari batas atas 1,63 (du) dan kurang dari 2,37 (4-du), maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 6.
Hasil Uji Autokorelasi (droa ke LnDhar)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,246 ^a	0,061	0,046	1,59466	1,648

Sumber: data diolah, 2015

Hasil uji autokorelasi pada Tabel 6 menunjukkan bahwa Kinerja Keuangan pada Nilai Perusahaan (droa ke LnDhar), Uji autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai Durbin Watson (dw). Pada tabel Durbin Watson dengan menggunakan nilai signifikansi 0,05, jumlah sampel 66 dan jumlah variabel bebas (k) 1, akan diperoleh nilai sebesar 1,57 (dl) dan 1,63 (du). Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai dw 1,648 lebih besar dari batas atas 1,63 (du) dan kurang dari 2,37 (4-du), maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 7.
Hasil Uji Autokorelasi (pros ke LnDhar)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,006 ^a	0,000	-0,016	1,64535	1,572

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 7. Proporsi Hibah Saham pada Nilai Perusahaan (pros ke LnDhar), Uji autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai Durbin Watson (dw). Pada tabel Durbin Watson dengan menggunakan nilai signifikansi 0,05, jumlah sampel 66 dan jumlah variabel bebas (k) 1, akan diperoleh nilai sebesar 1,57 (dl) dan 1,63 (du). Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai dw 1,572 lebih besar dari batas atas 1,63 (du) dan kurang dari 2,37 (4-du), maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 8.
Hasil Uji Multikolinearitas (pros ke droa)

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF

1	Pros	1,000	1,000
---	------	-------	-------

Sumber: data diolah, 2015

Tabel 8 menunjukkan bahwa variabel bebas memiliki nilai *tolerance* 1,000 lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF sebesar 1,000 kurang dari 10, maka dapat disimpulkan dalam model regresi tidak terjadi multikolonieritas.

Tabel 9.
Hasil Uji Multikolinearitas (droa ke LnDhar)

Model	Collinearity Statistics		
		Tolerance	VIF
1	Droa	1,000	1,000

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 9 Kinerja Keuangan pada Nilai Perusahaan (droa ke LnDhar), hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel bebas memiliki nilai *tolerance* 1,000 lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF sebesar 1,000 kurang dari 10, maka dapat disimpulkan dalam model regresi tidak terjadi multikolonieritas.

Tabel 10.
Hasil Uji Multikolinearistas (pros ke LnDhar)

Model	Collinearity Statistics		
		Tolerance	VIF
1	Pros	1,000	1,000

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 10 Proporsi Hibah Saham pada Nilai Perusahaan (pros ke LnDhar), Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel bebas memiliki nilai

tolerance 1,000 lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF sebesar 1,000 kurang dari 10, maka dapat disimpulkan dalam model regresi tidak terjadi multikolonieritas.

Tabel 11.
Hasil Uji Heterokedastisitas (pros ke droa)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,022	0,008		2,741	0,008
Pros	0,031	0,021	0,183	1,491	0,141

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 11 Proporsi Hibah Saham pada Kinerja Keuangan (pros ke droa) menunjukkan hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *Glejser* menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari variabel bebas terhadap absolut residual (AbsRes_1) adalah 0,141 lebih besar dari $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas

Tabel 12.
Hasil Uji Heterokedastisitas (droa ke LnDhar)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,300	0,123		10,583	0,000
droa	-0,941	2,558	-0,046	-0,368	0,714

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 12 Kinerja Keuangan pada Nilai Perusahaan (droa ke LnDhar) dapat dilihat hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *Glejser* menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari variabel bebas terhadap absolut residual (AbsRes_2) adalah 0,714 lebih besar dari $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 13.
Hasil Uji Heterokedastisitas (pros ke LnDhar)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	1,409	0,285		4,944	0,000
Pros	-0,333	0,736	-0,057	-0,452	0,653

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 13 Proporsi Hibah Saham pada Nilai Perusahaan (pros ke LnDhar), dapat dilihat hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *Glejser* menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari variabel bebas terhadap absolut residual (AbsRes_3) adalah 0,653 lebih besar dari $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 14.
Hasil Uji Hipotesis (pros ke droa)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	-0,005	0,012		-0,388	0,699
Pros	0,065	0,032	0,245	2,023	0,047

Sumber: data diolah, 2015

Hasil pengujian hipotesis menggunakan uji residual menunjukkan nilai β pros (proporsi hibah saham) hasilnya sebesar 0,65 tidak negatif dan signifikan sebesar 0,047 pada droa (kinerja keuangan perusahaan), yang berarti proporsi opsi yang dihibahkan kepada karyawan berpengaruh positif pada perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP, sehingga hipotesis diterima.

Tabel 15
Hasil Uji Hipotesis (droa ke LnDhar)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	6,308	0,213		29,577	0,000
Droa	8,963	4,442	0,246	2,018	0,048

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 15 menunjukkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji residual menunjukkan nilai β droa (kinerja keuangan perusahaan) hasilnya sebesar 8,963 tidak negatif dan signifikan sebesar 0,048 pada dhar (nilai perusahaan), yang berarti perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP berpengaruh positif pada perubahan nilai perusahaan, sehingga hipotesis diterima.

Tabel 16.
Hasil Uji Hipotesis (pros ke LnDhar)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	6,308	0,213		29,577	0,000
Droa	8,963	4,442	0,246	2,018	0,048

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 16 menunjukkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji residual menunjukkan nilai β droa (kinerja keuangan perusahaan) hasilnya sebesar 8,963 tidak negatif dan signifikan sebesar 0,048 pada dhar (nilai perusahaan), yang berarti perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP berpengaruh positif pada perubahan nilai perusahaan, sehingga hipotesis diterima.

Tabel 17.
Hasil Uji Hipotesis (pros ke LnDhar tanpa mediasi)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	6,449	0,473		13,620	0,000
Pros	0,058	1,223	0,006	0,047	0,963

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 17 menunjukkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji residual menunjukkan nilai β pros (proporsi hibah saham) hasilnya sebesar 0,058 positif namun tidak signifikan secara statistik pada dhar (nilai perusahaan) dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, yang berarti proporsi opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan berpengaruh positif pada perubahan nilai perusahaan namun tidak signifikan, sehingga hipotesis diterima.

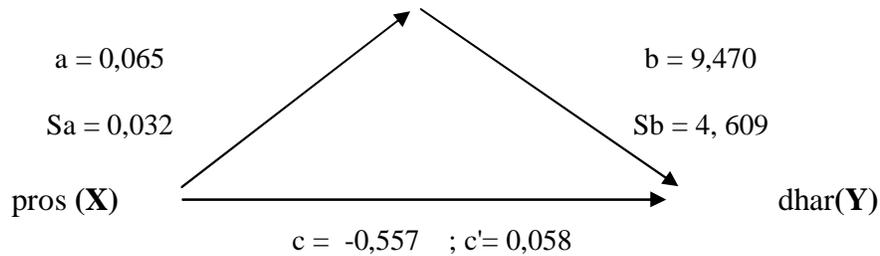
Tabel 18.
Hasil Uji Hipotesis (pros ke LnDhar melalui variabel mediasi droa)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	6,493	0,462		14,045	0,000
Pros	-0,557	1,230	-0,057	-0,453	0,652
Droa	9,470	4,609	0,260	2,055	0,044

Sumber: data diolah, 2015

Hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini diuji menggunakan analisis regresi variabel mediasi dengan metode *product of coefficient* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{droa} \\ (\text{M})$$



Untuk menghitung standar error ab digunakan rumus sebagai berikut:

$$s_{ab} = \sqrt{b^2 sa^2 + a^2 sb^2 + sa^2 sb^2} \dots\dots\dots(1)$$

$$s_{ab} = \sqrt{9,470^2 0,032^2 + 0,065^2 4,609^2 + 0,032^2 4,609^2}$$

$$S_{ab} = 0,203337$$

Sedangkan untuk nilai t koefisien ab adalah sebagai berikut

$$Z = \frac{ab}{s_{ab}} \dots\dots\dots(2)$$

$$Z = \frac{0,065 \times 9,470}{0,203337} = 3,027329$$

Berdasarkan hasil perhitungan nilai Z hitung diperoleh nilai 3,027329 atau 3,03 lebih besar dari Z table dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu 1,96, sehingga dapat disimpulkan perubahan kinerja keuangan perusahaan memediasi hubungan antara proporsi opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan pada perubahan nilai perusahaan.

Hasil uji hipotesis 1 (H_a) proporsi saham pada kinerja keuangan didapatkan nilai β pros (proporsi hibah saham) hasilnya sebesar 0,65 positif dan berpengaruh signifikan sebesar 0,047 pada droa (kinerja keuangan perusahaan), maka hipotesis H_a

di terima yang berarti proporsi opsi yang dihibahkan kepada karyawan berpengaruh positif pada perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP. Semakin banyak jumlah opsi saham yang dihibahkan untuk karyawan, karyawan semakin termotivasi untuk bekerja sehingga kinerja perusahaan semakin meningkat terlihat pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Studi ini sama yang dilakukan oleh Elhayek *and* Lazarevic (2005), Astika (2006), dan Helfasari (2012) menemukan bahwa ESOP berpengaruh positif pada kinerja keuangan yang diproksi dengan ROA. Informasi tentang pengadopsian ESOP oleh suatu perusahaan merupakan bentuk informasi yang menggambarkan prospek perusahaan kedepan karena semakin tinggi jumlah saham yang dimiliki oleh karyawan, semakin tinggi pula semangatnya untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Mehran,1995).

Hasil uji hipotesis 2 (H_b) kinerja keuangan perusahaan pada nilai perusahaan didapatkan nilai β droa (kinerja keuangan perusahaan) hasilnya sebesar 8,963 positif dan berpengaruh signifikan sebesar 0,048 pada LnDhar (nilai perusahaan), maka hipotesis H_b di terima yang berarti perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP berpengaruh positif pada perubahan nilai perusahaan. Perubahan kinerja keuangan perusahaan yang mengadopsi ESOP berdampak positif pada peningkatan laba perusahaan menimbulkan signal positif bagi pasar khususnya para investor, sehingga harga saham meningkat yang membuat nilai perusahaan juga ikut meningkat. Penelitian ini sama dilakukan oleh Fakhruddin dan Hadiano (2001), Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bahwa keberhasilan perusahaan terkait erat dengan harga sahamnya. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang

Hasil uji hipotesis 3 (H_c) proporsi hibah saham pada nilai perusahaan didapatkan nilai β pros (proporsi hibah saham) hasilnya sebesar 0,058 positif dan berpengaruh sebesar 0,048 pada LnDhar (nilai perusahaan), maka hipotesis H_c di terima yang berarti bahwa proporsi hibah saham berpengaruh positif pada nilai

perusahaan, akan tetapi pros ke LnDhar tanpa melalui variabel mediasi droa tidak berpengaruh, maka uji regresi ini membuktikan bahwa droa (kinerja keuangan perusahaan) dikatakan sebagai variabel mediasi sempurna (*complete mediation*).

Hasil uji hipotesis 4 (H_c) mediasi proporsi hibah saham pada nilai perusahaan melalui variabel mediasi droa didapatkan nilai β pros (proporsi hibah saham) hasilnya sebesar -0,557 negatif dan tidak berpengaruh sebesar 0,652 pada LnDhar (nilai perusahaan), maka hipotesis H_c di terima yang berarti bahwa proporsi hibah saham berpengaruh pada nilai perusahaan, akan tetapi pros ke LnDhar melalui variabel mediasi droa tidak signifikan, maka uji regresi ini membuktikan bahwa droa (kinerja perusahaan) dikatakan sebagai variabel mediasi sempurna (*complete mediation*). Hasil pengujian mediasi dengan metode *product of coefficient* diperoleh nilai Z hitung 3,027329 atau 3,03 lebih besar dari Z table dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu 1,96, sehingga dapat disimpulkan kinerja keuangan perusahaan memediasi sempurna hubungan antara proporsi saham yang dihibahkan pada nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil uji statistik perusahaan yang mengadopsi ESOP membuktikan bahwa karyawan yang diberikan hak opsi saham kepemilikan memiliki kinerja lebih efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan kinerja keuangan perusahaan dengan laba yang tinggi, sehingga secara tidak langsung memberikan signal positif bagi pasar terhadap harga saham di *public* yang meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan dimasa depan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan dari hasil analisis dan pembahasan pada bab-bab sebelumnya dapat disimpulkan bahwa: 1) Proporsi jumlah saham yang dihibahkan kepada karyawan berpengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi saham yang dihibahkan, maka semakin tinggi pula kinerja keuangan perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian Mehran (1995), Elhayek *and* Lazarevic (2005), Astika (2006), Helfasari (2012) yang menyatakan semakin tinggi jumlah saham yang dimiliki oleh karyawan, semakin tinggi pula semangatnya untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA); 2) Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan setelah adanya hibah ESOP. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kinerja keuangan perusahaan, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan yang dilihat dari *Return On Asset* dengan yang terus meningkat, membuat pasar bereaksi positif yang mengakibatkan harga saham meningkat dan nilai perusahaanpun turut meningkat. Hasil ini mendukung penelitian Fakhruddin dan Hadianto (2001), Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bahwa keberhasilan perusahaan terkait erat dengan harga sahamnya. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang; 3) Proporsi jumlah saham yang dihibahkan tidak berpengaruh langsung pada nilai perusahaan setelah adanya

hibah ESOP, maka uji regresi ini membuktikan bahwa droa (perubahan kinerja keuangan perusahaan) dikatakan sebagai variabel mediasi sempurna (*complete mediation*); 4) Perubahan kinerja keuangan perusahaan memediasi sempurna hubungan antara proporsi jumlah saham yang dihibahkan pada nilai perusahaan.

Simpulannya dengan kata lain, jumlah saham yang dihibahkan berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kinerja keuangan. Semakin banyak jumlah saham yang dihibahkan kepada karyawan maka semakin tinggi pula kinerja keuangan perusahaan yang mana hal ini akan memberikan sinyal positif bagi pasar dan harga saham pun meningkat sehingga memiliki potensi untuk meningkatkan nilai perusahaan, dan memberikan prospek yang menguntungkan dimassa yang akan datang bagi investor dan manajemen perusahaan.

Saran

Beberapa hal yang perlu disarankan pada perusahaan-perusahaan yang ada di pasar modal yaitu: 1) Diharapkan *Employee Stock Option Plan* (ESOP) dapat digunakan sebagai salah satu pertimbangan berinvestasi di pasar modal dengan mengamati informasi jumlah opsi yang akan dihibahkan diikuti dengan perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah adanya hibah ESOP, serta bagaimana pasar bereaksi dengan adanya hibah tersebut. Pertimbangan yang lain karena pelaksanaan ESOP akan mendorong karyawan untuk berkinerja lebih lama dalam jangka waktu yang cukup panjang yaitu selama pelaksanaan ESOP. Alasannya karena karyawan merasa menjadi pemilik dan pengelola, sehingga mereka akan bekerja seperti mengurus perusahaan sendiri.

Saran untuk penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan proksi variabel kinerja perusahaan yang lebih luas dan lebih variatif. Contohnya, untuk kinerja keuangan menggunakan rasio OPM, *debt to equity*, dan sebagainya. Penelitian ini hanya mengamati reaksi dari tahun 1999-2014, penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang dan *update* untuk menguji pengaruh pengadopsian ESOP terhadap kualitas implementasi *corporate governance* dan kinerja perusahaan, serta untuk mengetahui perkembangan ESOP dan GCG di Indonesia

REFERENSI

- Astika, Ida Bagus Putra. 2003. "Hubungan Keagenan dan Hukum Besi dalam Manajemen Laba", Bali: Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Astika, Ida Bagus Putra. 2005. Manfaat dan Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Pengadopsian Program Opsi Saham pada Perusahaan Publik yang Listing Di Bursa Efek Jakarta. *Desertasi*. Bali : Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Astika, Ida Bagus Putra. 2007. "Perilaku Oportunistik Eksekutif dalam Pelaksanaan Program Opsi Saham Karyawan". Yogyakarta: Universitas Gajah Mada.
- Astika, Ida Bagus Putra. 2008. "Perilaku Eksekutif dalam Menentukan Return Ekspektasian Melalui Program Opsi Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.11. No.3
- Astika, Ida Bagus Putra. 2010. "Pembentukan Return Saham Ekspektasian Melalui Manajemen Laba di Sekitar Peristiwa Pengumuman Program Opsi Saham Karyawan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Vol.8. No.14
- Astika, Ida Bagus Putra. 2012. "Harga Referensi dan *Return Expectation* dalam *Employee Stock of Option Plan*". Bali: Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.

- Asyik, N.F. 2005. “Dampak Penyaatan dan Nilai Wajar Opsi pada Pengaruh Magnituda Kompensasi Program Opsi Saham Karyawan Terhadap Pengelolaan Laba”. Padang: Simposium Nasional Akuntansi 9.
- Baker, T.; D., Collins, ; A., Reitenga. 2002. “*Stock Option Compensation and Earning Management Incentive*. Working Paper.
- Bapepam. (2002). Studi Tentang Penerapan ESOP Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Brenner, M., R.K Sundaram. dan D. Yermack. 2000. “Altering the Term of Executive Stock Options.” *Journal of Financial Economics*, 103-128
- Chang, C.J;S.H., Yen.;R.R., Duh. 2002. “*An Empirical Examination of Competing Theories to Explain the Framing Effect in Accounting Related Decisions Behavioral Research In Accounting*. Volume 14.
- Chauvin, K.W dan C. Shenoy. 2001. “*Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants*”. *Journal of Corporate Finance* 7. 53—76.
- Conte, M., and Tannembaum, A.S. 1978. “*Employee-Owned Companies: is the difference measureable?*”. *Monthly Labor Review*, 101. 23-28.
- Core, J. E., W.R. Guay. 2000. “*Stock Option Plan for Non Executive Employee*”. *Journal of Financial Economics* 61, 253-287.
- Ding, David K and Qian Sun. 2000. “*Causes and Effects of ESOPs: Evidance from Singapore*. Nanyang University.
- Elhayek, Hadi dan Lazarevic, Sonja Petrovic. 2005. Are Employee Share Ownership Programs Really Improving Organisational performance. Australia: Bussiness and Economics Monash University.
- Elizabeth, 2000. Hubungan laba akuntansi dan arus kas terhadap kinerja perusahaan. ”*Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*”, Vol.6, No.2: 76-85
- Fakhrudin, M. dan M.S. Hadianto. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di PasarModal*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Ikaheimo, Seppo, Kjellmann,A & Holmberg,J.2004.Employee stock option plans and stock market reaction: evidence from Finland. *The European Journal of Finance* 10.

- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4.
- Klein, Katherine J. 1987. Employment Stock Ownership and Employment Attitudes : A Test of Three Models. *Journal of Applied Psychology Monograph*. Vol 72, No. 2
- Mehran, H. 1995. "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* 38, 163—184.
- Miller, D.J. 1995. CEO Salary Increases may be Rational After All: Referent and Contracts in CEP Pay. *Academic of Management Journal*, 38: 1361-1385.
- 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*. Vol 21: 167-180.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta. Schoubben, F., dan C. Van Hulle. 2004. "The Determinant of Leverage: Difference between Quoted and Non Quoted Firms", *Tijdschrift voor Economie en Management*, XLIX (4): 589-621.
- Schuler, R.S. dan V.L. Huber. 1993. *Personnel and Human Resource Management*. 5th Ed., USA: West Publishing Company.
- Sloan, R.G. 1993. *Accounting Earning and Top Executive Compensation*. *Journal of Accounting and Economics*, 16: 55-100.
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret: 41-48.
- Soliha, E. dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 9. No. 2. September: 149-163.
- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius
- Tim Studi Penerapan ESOP Emiten Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. 2002. Studi Tentang Penerapan ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) emiten atau perusahaan public di pasar modal Indonesia