

**REAKSI PASAR PADA PENGUMUMAN
EMPLOYEE STOCK OPTION PLAN**

I Made Gede Agus Kusuma¹
I Made Sadha Suardikha²
A.A.N.B Dwirandra³

^{1,2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia
e-mail: abrebes@ymail.com

ABSTRAK

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposivesampling* dan diperoleh sampel 36 perusahaan serta 193 peristiwa yang menerapkan ESOP dari tahun 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Maret 2016. Data yang dipakai adalah data sekunder yang berupa tanggal pengumuman peristiwa ESOP, harga pasar saham dan laporan keuangan. Untuk membuktikan hipotesis dilakukan pengujian *One- sample t-tes* dan Regresi Sederhana. Hasil penelitian membuktikan bahwa pasar bereaksi negatif pada peristiwa pengumuman ESOP. Penelitian ini juga membuktikan bahwa jumlah opsi saham yang dihibahkan mempengaruhi besarnya *abnormal return*. Kedua hasil penelitian ini menunjukkan bahwa program ESOP dianggap memiliki prospek perusahaan yang dapat memberikan keuntungan dimasa yang akan datang dan besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan mampu memberikan *abnormal return* positif setelah peristiwa pengumuman ESOP karena motivasi manajemen untuk memaksimalkan keuntungan dari program ESOP yang diberikan kepadanya.

Kata kunci : *employee stock option plan (ESOP), abnormal return*

ABSTRACT

The sampling method used in this research is purposive sampling and obtained samples of 36 companies and 193 events that apply ESOP of the year January 1, 2002 to March 31, 2016. The data used is secondary data such as the date of the announcement of events ESOP, stock market prices and financial statement. To prove the hypothesis testing One- sample t-test and simple regression. The research proves that the market reacted negatively on events ESOP announcement. The study also proved that the number of stock options granted by affecting the amount of abnormal return. Both the results of this study indicate that the ESOP are considered to have prospects companies that provide benefits in the future and the enormous amount of stock options granted is able to give a positive abnormal return after the announcement of ESOP because the motivation of management to maximize the benefits of the ESOP program given to him.

Keywords: *employee stock option plan (ESOP), abnormal return*

PENDAHULUAN

Hubungan keagenan merupakan pendelegasian wewenang oleh *principal* kepada *agent* (Jensen and Meckling, 1976). Jika kedua belah pihak dalam hubungan ini memaksimalkan utilitasnya, maka hal ini menjadi alasan yang baik bagi *agent* untuk bertindak tidak selalu sesuai dengan kepentingan *principal*. Karena *agent* lebih menguasai informasi perusahaan baik untuk saat ini maupun untuk dimasa yang akan datang dibandingkan *principal* maupun pihak-pihak yang lainnya. Sudut pandang teori akuntansi positif berkaitan dengan prediksi tindakan seperti pilihan kebijakan akuntansi oleh perusahaan dan bagaimana perusahaan akan merespon standar akuntansi baru yang sedang diajukan (Scott, 2009). Hipotesis yang diformulasikan oleh Watts dan Zimmerman (1978) menganggap bahwa kebijakan akuntansi yang dipilih oleh manajer merupakan kebijakan untuk kepentingan mereka sendiri yang tidak selalu selaras dengan kepentingan perusahaan. Salah satu hipotesis yang diformulasikan tersebut adalah hipotesis skema bonus yang berasumsi jika semua hal lain dianggap sama, maka manajer perusahaan dengan skema bonus akan lebih besar kemungkinannya untuk memilih prosedur akuntansi yang menggeser penghasilan (*earnings*) yang dilaporkan dari periode masa depan ke periode sekarang.

Untuk mengatasi masalah ini, perusahaan-perusahaan di berbagai negara menerapkan sistem kompensasi berbasis saham untuk meningkatkan kepemilikan perusahaan oleh manajer dan karyawan yang disebut dengan *employee stock option plan* (ESOP). ESOP merupakan suatu program kepemilikan saham oleh karyawan khususnya karyawan di level eksekutif berupa hak kontraktual atau opsi

yang diberikan oleh perusahaan kepada karyawan untuk membeli jumlah saham perusahaan sepanjang periode waktu tertentu, dengan membayar harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian (Tim Studi ESOP, 2002). Hak opsi atas kepemilikan saham ini akan menyejajarkan kepemilikan antara perusahaan dengan manajemen yang tentunya dapat mengurangi masalah keagenan dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian Hillegeist and Penalva (2004) membuktikan bahwa perusahaan dengan tingkat insentif opsi yang tinggi secara positif dan signifikan mempengaruhi tingginya tingkat kinerja perusahaan. Core and Guay (2001) juga membuktikan bahwa perusahaan menggunakan opsi untuk menarik dan menahan karyawan untuk termotivasi dalam meningkatkan nilai perusahaan. Untuk itu, program ESOP merupakan fenomena yang menguntungkan bagi para investor, karena manajemen akan lebih termotivasi dalam bekerja untuk kepentingan perusahaan secara keseluruhan dibandingkan bertindak secara *opportunistic*.

Para investor memiliki ekspektasi atas investasi yang ditanamkan di pasar modal. Dalam menganalisis investasinya, selain menggunakan informasi keuangan sebagai alat analisis *fundamental*, para investor juga memperhatikan suatu peristiwa yang diumumkan oleh perusahaan salah satunya adalah peristiwa pengumuman ESOP. Jika investor menganggap peristiwa pengumuman tersebut sebagai *good news* atau *bad news*, maka kemungkinan investor akan bereaksi positif atau negative. Kandungan informasi (*good news and bad news*) pada peristiwa pengumuman ESOP tergantung dari bagaimana informasi tersebut disampaikan dipasar. Hasil riset Yermack (1997) membuktikan manajer

memanipulasi *news announcement dates* dengan cara mengelola waktu hibah opsi saham bertepatan dengan pergerakan yang menguntungkan atas harga saham perusahaan dan CEOs segera menerima opsi saham sebelum pengumuman perusahaan yang menguntungkan atas ESOP.

Ding and Qian (2000) membuktikan bahwa pasar bereaksi positif terhadap peristiwa pengumuman ESOP dan investor memandang bahwa ESOP sebagai program yang menguntungkan. Penelitian ini didukung oleh Langmann (2007) yang juga membuktikan bahwa selain pasar bereaksi positif disekitar peristiwa pengumuman opsi saham dan ESOP juga dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Hasil temuan ini mengindikasikan bahwa para investor memiliki harapan yang positif atas kinerja manajemen dimasa yang akan datang akibat dari penerapan program opsi saham.

Disisi lain, hasil penelitian Asyik (2006) menunjukkan bahwa terdapat perilaku manajer yang mengharapkan penurunan harga saham menjelang tanggal penawaran opsi saham dengan tujuan memperoleh harga pengambilan yang rendah. Astika (2008) membuktikan para eksekutif perusahaan melakukan manajemen laba dengan cara menurunkan jumlah laba yang dilaporkan menjelang pengumuman ESOP. Situasi ini mengindikasikan bahwa pasar diharapkan bereaksi negative pada saat hari pengumuman peristiwa ESOP untuk mempengaruhi harga saham sehingga diperoleh keuntungan pada saat eksekusi program ESOP.

Reaksi pasar pada peristiwa pengumuman ESOP dapat dilihat dari pergerakan harga saham disekitar peristiwa tersebut. Tehranian and Waegelein

(1985) membuktikan bahwa terjadi *abnormal return* positif pada satu bulan saat peristiwa pengumuman dan empat bulan sebelum pengadopsian rencana bonus. Penelitian ini juga membuktikan terjadi *abnormal return* positif pada 10 bulan setelah pengumuman pengadopsian rencana bonus. Terjadinya *abnormal return* positif mencerminkan bahwa program ESOP dianggap sebagai *good news* yang bermanfaat untuk pasar saham (sellers and Joseph, 2011) dan dapat mengurangi *agency cost* dan biaya laporan keuangan (Ding and Qian, 2000). Hasil penelitian Chen and Hsu (2008) menemukan bahwa pasar bereaksi pada periode peristiwa pengumuman ESOP. Disisi lain, Bacha, *et al* (2009) membuktikan bahwa pasar bereaksi negative terhadap pengumuman ESOP. Hasil-hasil penelitian tersebut masih menunjukkan perbedaan dengan penelitian Tehranian and Waegelein (1985) Ding and Qian (2000), sellers, *et al* (2011) dan Langmann (2007).

Motivasi penelitian ini adalah untuk mengkaji kembali reaksi pasar terhadap peristiwa pengumuman ESOP yang diterapkan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia akibat masih adanya perbedaan hasil penelitian terhadap reaksi pasar di sekitar peristiwa pengumuman ESOP tersebut. Para eksekutif dihadapkan dalam dua kondisi karena program ini diputuskan untuk disukseskan dalam perusahaan yaitu, jika tidak disukseskan maka para pemegang saham akan memberikan kondite buruk dan jika disukseskan maka eksekutif dapat mengalami risiko rugi jika harga pasar saham perusahaan lebih rendah dibandingkan dengan kontrak harga yang disepakati menjelang pengumuman opsi saham (Astika, 2010). Oleh karena itu, peristiwa pengumuman ESOP yang disampaikan ke pasar merupakan informasi yang erat kaitannya dengan adanya campur tangan dari

pihak manajemen untuk memanfaatkan program yang ditujukan kepadanya. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Asyik (2006) dan Astika (2008) yang membuktikan bahwa adanya perilaku manajer untuk mempengaruhi harga saham menjelang peristiwa pengumuman ESOP. Dengan demikian, fokus dari penelitian ini adalah untuk membuktikan apakah pasar bereaksi pada peristiwa pengumuman ESOP dan apakah jumlah opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan mampu mempengaruhi besarnya pergerakan harga saham yang dibuktikan dengan adanya *abnormal return*.

Teori yang digunakan dalam penelitian ini adalah *signaling theory* yang menjelaskan tentang bagaimana sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal-sinyal tersebut disampaikan melalui sebuah informasi yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja lebih baik daripada perusahaan lain. Suatu sinyal yang disampaikan ke publik dapat berupa program ESOP yang merupakan informasi yang dapat diterima oleh investor maupun calon investor sebagai sinyal yang baik karena program ESOP dapat meningkatkan kinerja karyawan (Mehran, 1999) dan Penalva (2004). Disisi lain, pemberian sinyal dilakukan oleh manajemen untuk mengurangi asimetri informasi antara *principal* dan *agent* maupun pihak lainnya. Dengan demikian, melalui informasi yang disampaikan oleh manajemen diharapkan investor dapat membuat keputusan investasi yang tercermin melalui pergerakan harga saham.

Menurut studi ESOP (2002) program opsi saham merupakan suatu program, dimana perusahaan memberikan kepada karyawan secara perorangan hak kontraktual, atau opsi, untuk membeli suatu jumlah tertentu atas saham

perusahaan sepanjang periode waktu tertentu, membayar dengan harga yang ditetapkan pada saat tanggal pemberian. Periode waktu tertentu tersebut biasanya antara 5 (lima) sampai 10 (sepuluh) tahun dimulai pada tanggal pemberian dan harganya biasanya sama dengan harga pasar wajar saham pada saat pemberian. Program opsi saham ini umumnya diberikan kepada karyawan terutama karyawan eksekutif untuk memiliki saham melalui pemberian opsi saham untuk menghargai jasanya atas kinerja perusahaan jangka panjang (Asyik 2007; Astika, 2010). Sebagai pemegang opsi saham para karyawan eksekutif perusahaan ingin supaya opsi saham yang dimilikinya memiliki potensi yang menguntungkan maka mereka dapat melakukan peningkatan kinerja dalam mengelola perusahaan.

Teori prospek (*prospect theory*) (kahneman and Tversky, 1979) memprediksi bahwa individu-individu lebih terfokus pada prospek laba dan prospek rugi. Asumsi lainnya adalah adanya nilai referensi (*reference point*) untuk menghitung laba maupun rugi dan nilai referensi tersebut dapat berubah-ubah. Kemudian, diketahui bahwa individu-individu dalam mengambil keputusan lebih menyukai risiko ketika berada dalam domain rugi dan menghindari risiko dalam domain laba

Teori prospek menggunakan nilai referensi untuk menentukan apakah opsi saham yang dimiliki telah memiliki return ekspektasian atau masih mengandung potensi rugi. Nilai referensi yang tepat yaitu harga pengambilan opsi saham atas saham entitas yang telah disepakati menjelang pengumuman opsi saham. Dalam pasar modal, respon para pelaku pasar akan lebih peka terhadap berita buruk dibanding dengan menyebarkan berita baik. Kondisi tersebut dimanfaatkan

dengan baik oleh karyawan khususnya para eksekutif dengan menyajikan berita baik setelah peristiwa pengumuman ESOP sehingga harga pasar saham akan bergerak naik sampai diatas nilai referensi yang telah ditetapkan (Astika, 2012). Di Indonesia, harga pengambilan opsi saham dalam ESOP ditentukan pada saat pengumuman dan hibah opsi saham. Harga pengambilan opsi saham perusahaan tersebut ditentukan berdasarkan pada rata-rata harga pasar saham yang terjadi (\pm 25 hari) sebelum pengumuman ESOP (Asyik 2007; Astika, 2010). Harga tersebut digunakan sebagai nilai referensi ketika mereka berkeinginan meningkatkan nilai kepemilikannya. Hal ini menunjukkan bahwa karyawan dapat memantau return ekspektasian atas opsi dan saham yang akan mereka miliki, serta menjaga agar posisinya tetap menguntungkan (berada diatas nilai referensi) sehingga mendapatkan *abnormal return* dan opsi saham yang mereka miliki menjadi bernilai.

Fama (1970) mendefinisikan pasar efisien bahwa apabila harga-harga sekuritas setiap saat mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia. Pasar dikatakan ideal jika harga-harga sekuritas menyajikan keakuratan informasi dimana perusahaan dapat membuat *production-investment decisions* dan para investor dapat memilih diantara sekuritas-sekuritas yang menggambarkan aktifitas perusahaan.

Pasar yang efisien mengasumsikan bahwa semua investor mengetahui informasi yang dipublikasikan di pasar sehingga terbentuk harga keseimbangan yang baru. Ketika ada peristiwa pengumuman ESOP maka harga-harga akan terbentuk melalui pergerakan harga saham dipasar yang ditunjukkan dengan

adanya *abnormal return*. Hal ini terjadi karena investor menyerap informasi yang dianggap memiliki kandungan informasi yang bernilai ekonomis atas pengumuman tersebut sehingga menimbulkan keputusan investasi untuk memperoleh *return* dari investasi yang dibuatnya.

Return tak normal (*abnormal return* atau *excess return*) merupakan kelebihan return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasian (Jogiyanto, 2014 : 647). Return tak normal ini dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman ESOP. Jika para investor menganggap bahwa pengumuman ESOP mengandung informasi, maka pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu peristiwa pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi dari para investor ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham di pasar.

Hipotesis Penelitian

Pengumuman program ESOP memberikan informasi bahwa karyawan memiliki kinerja yang tinggi dalam mengelola perusahaan yang ditunjukkan dengan adanya *reward* berupa kepemilikan saham perusahaan. Selain itu, program ini juga dirancang untuk menahan karyawan yang memiliki motivasi yang tinggi untuk keluar dari perusahaan karena kepemilikan saham melalui program ESOP mengikat karyawan secara psikologis ikut dalam meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan.

Investor yang menganggap program ESOP memiliki kandungan informasi yang bernilai ekonomis sehingga bereaksi atas peristiwa pengumuman ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*. Jika investor menilai pengumuman

ESOP merupakan berita baik dan membawa dampak yang menguntungkan, *abnormal return* yang terjadi di pasar cenderung positif, sebaliknya jika dinilai sebagai berita buruk tentunya *abnormal return* yang terjadi adalah negatif.

Pengujian reaksi pasar terhadap peristiwa pengumuman ESOP telah dilakukan oleh para peneliti di berbagai negara. Hasil penelitian Chen dan Hsu (2008) menemukan bahwa pasar bereaksi pada periode peristiwa pengumuman ESOP. Disisi lain, hasil penelitian Tehranian and waegelein (1984) membuktikan bahwa terjadi *abnormal return* positif pada saat peristiwa pengumuman dan empat bulan sebelum pengadopsian rencana bonus. Penelitian ini juga membuktikan terjadi *abnormal return* positif pada 10 bulan setelah pengumuman pengadopsian rencana bonus. Berdasarkan hasil penelitian diatas dapat dirumuskan hipotesis yang pertama sebagai berikut.

H₁ : Pasar bereaksi positif pada saat peristiwa pengumuman ESOP.

Untuk memperoleh manfaat atas hibah opsi yang diterima mendorong manajer untuk mengelola kinerja dan melakukan pengaturan informasi yang dilaporkan guna memperoleh harga saham yang relatif rendah pada tanggal hibah. Penelitian yang dilakukan Asyik (2006) dan Balsam *et al.* (2003) membuktikan sebelum tanggal hibah manajer mengharapkan penurunan harga saham menjelang tanggal penawaran opsi dengan tujuan memperoleh harga pengambilan yang rendah. Astika (2008) juga membuktikan eksekutif perusahaan melakukan manajemen laba dengan menurunkan laba yang dilaporkan menjelang pengumuman ESOP untuk mempengaruhi harga saham. Karena respon parapelaku pasar akan lebih peka terhadap berita buruk dibanding dengan menyebarkan berita

baik. Kondisi tersebut dimanfaatkan dengan baik oleh karyawan khususnya para eksekutif dengan menyajikan berita baik setelah peristiwa pengumuman ESOP sehingga harga pasar saham akan bergerak naik sampai di atas nilai referensi yang telah ditetapkan (Astika, 2012). Harga pengambilan opsi saham yang dihibahkan tersebut digunakan sebagai nilai referensi ketika mereka berkeinginan meningkatkan nilai kepemilikannya. Hal ini menunjukkan bahwa karyawan dapat memantau return ekspektasi atas opsi dan saham yang akan mereka miliki, serta menjaga agar posisinya tetap menguntungkan (berada di atas nilai referensi) sehingga mendapatkan *abnormal return* dan opsi saham yang mereka miliki menjadi bernilai.

Hasil studi peristiwa tentang pengumuman ESOP hanya menunjukkan bahwa pengumuman ini mengakibatkan adanya reaksi pasar, akan tetapi tidak menjelaskan seberapa besar respon pasar tersebut berhubungan dengan besarnya opsi saham yang diberikan. Dengan demikian, untuk membuktikan bahwa reaksi pasar terhadap peristiwa pengumuman ESOP dipengaruhi oleh peristiwa pengumuman ini dapat dijelaskan dengan besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan mempengaruhi besarnya perubahan harga saham yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*, maka dapat dirumuskan hipotesis yang kedua sebagai berikut.

H₂: Besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan dalam ESOP berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada PT. Bursa Efek Indonesia dengan obyek penelitian reaksi pasar pada peristiwa pengumuman ESOP periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 maret 2016. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dengan data yang diperoleh berupa laporan keuangan triwulan, laporan keuangan auditan dan laporan tahunan perusahaan yang melakukan pengumuman ESOP selama periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Maret 2016. Pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mendownload data berupa statistik yang terdapat pada IDX, laporan keuangan auditan, harga pasar saham di yahoo finance.com dan memperoleh data dari ICAMEL.

Teknik penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Spesifikasi *purposive sampling* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut. 1) Perusahaan yang mengumumkan ESOP yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Maret 2016. 2) Perusahaan tidak melakukan pengumuman lain seperti *right issue*, *dividen*, *merger*, *stock split* dan peristiwa lainnya yang bersamaan dengan peristiwa pengumuman ESOP. 1) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan triwulan, laporan keuangan auditan, dan laporan tahunan secara lengkap. Untuk pengujian hipotesis pasar bereaksi pada saat peristiwa pengumuman ESOP dilakukan dengan kriteria sebagai berikut.

- 1) Mengidentifikasi peristiwa pengumuman ESOP, menetapkan periode estimasi dan periode jendela peristiwa. Untuk menentukan *event day* ($t=0$)

menggunakan tanggal peristiwa pengumuman ESOP, tanggal tersebut adalah ketika peristiwa pengumuman ESOP pertama kali di informasikan ke publik (Bacha *et.all*, 2009), Chen and Hsu (2008), Ding and Qian (2000), Langmann (2007), Seller *et. all* (2011), dan Tehranian and Waegelein (1984). Periode estimasi yang digunakan adalah selama 100 hari karena *event period* yang panjang lebih baik untuk mengamati dan memahami pergerakan harga saham (Chen and Hsu, 2008) dan periode jendela peristiwa yang digunakan adalah 5 hari untuk menghindari tercampurnya informasi lainnya yang bersamaan dengan peristiwa pengumuman ESOP (2 hari sebelum peristiwa pengumuman, 1 hari pada peristiwa pengumuman dan 2 hari setelah peristiwa pengumuman).

- 2) Melakukan estimasi terhadap *expected return* dan menghitung *abnormal return* menggunakan *market model* (Langmann, 2007). Model pasar untuk menghitung return ekspektasian menggunakan teknik regresi OLS (*ordinary least square*) adalah sebagai berikut.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan :

$E(R_{it})$ = *expected return* saham perusahaan *i* pada periode estimasi ke-*t*.

R_{mt} = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-*t*.

α_i dan β_i = hasil regresi dari keseluruhan pada periode estimasi.

- 3) Menghitung *actual return* saham dan *actual return pasar* :

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

R_{it} = return realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*.

P_t = harga pasar saham pada periode ke-*t*.

P_{t-1} = harga pasar saham pada periode ke- $t-1$

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan :

R_{mt} = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke- t .

P_t dan P_{t-1} = harga saham pada hari ke- t dan ke- ($t-1$).

$IHSG_t$ dan $IHSG_{t-1}$ = harga IHSG ke- t dan ke- ($t-1$).

- 4) Menghitung *abnormal return* harian untuk setiap saham perusahaan ke- i pada hari ke- t adalah sebagai berikut.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan :

AR_{it} = *abnormal return* sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t .

R_{it} = *return* realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t .

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasian sekuritas ke- i untuk periode peristiwa ke- t .

- 5) Menghitung *average abnormal return* (AAR) untuk seluruh saham perusahaan adalah sebagai berikut.

$$AAR = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \dots\dots\dots(5)$$

Keterangan :

AAR = *average abnormal return*.

AR_{it} = *abnormal return* untuk sekuritas ke- i pada hari ke- t .

Variabel bebas untuk menguji hipotesi kedua dalam penelitian ini adalah jumlah opsi saham. Variabel tersebut diproksi dengan proporsi *employee stock option plan* (PESOP). Pemilihan proksi ini didasarkan pada pertimbangan bahwa rasio saham yang akan dilepaskan perusahaan menarik minat para eksekutif khususnya karyawan eksekutif perusahaan untuk memiliki saham perusahaan

(Astika, 2008). Proksi ini telah digunakan oleh Asyik (2006) dan Astika (2008) untuk mengukur ESOP dengan formula sebagai berikut.

$$\text{POSK} = \frac{\text{JOS}}{\text{JSB}} \dots \dots \dots (6)$$

Keterangan :

PESOP : proporsi *employee stock option plan*

JOS: jumlah opsi saham yang diputuskan untuk dihibahkan

JSB : jumlah saham yang beredar pada akhir tahun sebelumnya (t-1).

Teknik analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis pasar bereaksi pada saat peristiwa pengumuman ESOP dalam penelitian ini menggunakan metode *event study* dengan teknik analisis *one sample t-test*. Syarat teknik analisis ini adalah data berupa kuantitatif dan berdistribusi normal. Pengujian nilai rata-rata dalam penelitian ini adalah pengujian *abnormal return* yang dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* saham pada peristiwa pengumuman ESOP secara statistik tidak sama dengan nol (*test value = 0*).

Teknik analisis untuk menguji hipotesis besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan dalam ESOP berpengaruh terhadap *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi sederhana. Adapun persamaan regresinya adalah sebagai berikut.

$$\text{CAR}_{(it)} = \alpha + \beta_1 \text{PESOP}_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (7)$$

Keterangan,

α : konstanta

β_1 : koefisien regresi

$\text{CAR}_{(it)}$: *cummulative abnormal return* perusahaan ke-i pada periode ke-t

PESOP_{it} : proporsi opsi saham karyawan perusahaan ke-i pada period ke-t

Sebelum melakukan teknik analisis regresi sederhana, uji asumsi klasik perlu untuk dilakukan, hal ini bertujuan untuk mengetahui model dari regresi terbebas dari normalitas data dan masalah heteroskedastisitas (Gujarati, 2003).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil seleksi sampel yang dianalisis dengan *purposive sampling* ditunjukkan pada Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1
Proses Seleksi Sampel Berdasarkan Kriteria

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang melakukan pengumuman ESOP periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Maret 2016	36
2	Jumlah peristiwa pengumuman ESOP periode 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Maret 2016 untuk perusahaan yang melakukan pengumuman ESOP	253
3	Peristiwa pengumuman ESOP yang bersamaan dengan pengumuman <i>Right issue</i>	(5)
4	Peristiwa Pengumuman ESOP dengan harga pasar saham perusahaan tidak lengkap	(39)
5	Jumlah pengamatan sebelum dilakukan <i>screening</i> data	209
6	Jumlah data <i>outlier</i>	(16)
	Total perusahaan	36
	Total pengamatanyang diuji	193

Sumber: Bursa Efek Indonesia, data diolah, 2016

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan informasi mengenai jumlah pengamatan yang diuji, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata dan standar deviasi dari variabel-variabel penelitian. Adapun hasil statistik deskriptif ditunjukkan pada Tabel 2 berikut ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviation
AAR t_{-2}	193	-0,0820	0,0768	-0,0047	0,0237
AAR t_{-1}	193	-0,0917	0,0728	-0,0052	0,0254
AAR t_0	193	-0,0920	0,0703	-0,0049	0,0252
AAR t_{+1}	193	-0,0829	0,0861	-0,0041	0,0226
AAR t_{+2}	193	-0,0680	0,0921	0,0020	0,0259
CAR	193	-0,1713	0,1119	-0,0168	0,0476

PESOP	193	0,0001	0,1559	0,0065	0,0162
-------	-----	--------	--------	--------	--------

Sumber : output SPSS

Tabel 2 menunjukkan jumlah pengamatan untuk peristiwa pengumuman ESOP adalah 193 yang akan dianalisis untuk menguji hipotesis penelitian. Jumlah pengamatan peristiwa pengumuman ESOP yang ditetapkan berdasarkan kriteria sebanyak 209 yang ditunjukkan pada Tabel 1 tidak lolos uji normalitas karena adanya data *outlier* sebanyak 16 data dalam pengamatan ini.

Untuk menguji kelayakan model sebelum dipergunakan untuk memprediksikan, dilakukan uji asumsi yang klasik. Uji dilakukan antara lain uji normalitas dan heteroskedastisitas. Uji normalitas dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirno, yaitu jika koefisien Asymp. sig (2-tailed) lebih besar dari $\alpha = 0,05$ berarti data berdistribusi normal. Adapun hasil uji normalitas ditunjukkan pada Tabel 5.3 sebagai berikut.

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas

.Normalitas							
	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	CAR	U-Res
N	193	193	193	193	193	193	193
K-S Z	1,008	0,863	1,161	1,083	1,270	0,799	0,937
*Sig	0,261	0,446	0,135	0,191	0,079	0,546	0,344

Sumber : output SPSS

K-S Z : kolmogorov-smirno Z

*Sig : asymp. Sig. (2-tailed)

U-Res : unstandardized Residual

CAR : *cumulative abnormal return*

Hasil analisis pada Tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien asymp. sig (2-tailed) *abnormal return* pada periode jendela (t-2) sampai dengan (t+2), CAR dan PESOP lebih besar dari ($\alpha=0,05$), hasil ini menunjukkan bahwa data telah terdistribusi secara normal.

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan uji *Glejser*. Jika tingkat signifikansi berada di atas ($\alpha=0,05$), maka model regresi bebas dari masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Sig.
(Constant)	0,000
PESOP	0,765

Sumber : output SPSS

PESOP : proporsi *employee stock option plan*

Hasil uji heteroskedastisitas pada Tabel 4 diatas menunjukkan bahwa variabel jumlah opsi yang dihibahkan yang diprosikan dengan (PESOP) memiliki nilai signifikansi lebih besar dari ($\alpha=0,05$) ,(sig 0,765 > 0,05) sehingga data dalam penelitian ini dapat disimpulkan terbebas dari heteroskedastisitas.

Hasil pengujian hipotesis pasar bereaksi pada saat peristiwa pengumuman ESOP ditunjukkan pada Tabel 5 berikut ini.

Tabel 5
Average Abnormal Return

Periode	AAR	t	Sig	Simpulan
AAR t_{-2}	-0,0047	-2,769	0,006	H ₁ ditolak
AAR t_{-1}	-0,0052	-2,822	0,005	H ₁ ditolak
AAR t_0	-0,0049	-2,678	0,008	H ₁ ditolak
AAR t_{+1}	-0,0041	-2,526	0,012	H ₁ ditolak
AAR t_{+2}	0,0020	1,091	0,276	H ₁ ditolak

Sumber : output SPSS

AAR: *average abnormal return*

Hasil pengujian *abnormal return* pada Tabel 5 yang terjadi selama periode jendela adalah AAR negatif dan signifikan dengan nilai rata-rata -0,0047 dan signifikan pada sig. (2-tailed) 0,006 terjadi pada periode (t-2), (t-1) dengan nilai rata-rata -0,0052 dengan sig. (2-tailed) 0,005, (t₀) dengan nilai rata-rata -0,0049 dengan sig. (2-tailed) 0,008 dan (t+1) dengan nilai rata-rata -0,0041 dengan sig. (2-tailed) 0,012, sedangkan AAR positif dan tidak signifikan terjadi

pada (t+2) dengan nilai rata-rata 0,0020 dengan sig. (2-tailed) 0,276. Dengan demikian, hasil uji statistik pada Tabel 5 menolak hipotesis yang menyatakan pasar bereaksi positif terhadap peristiwa pengumuman ESOP karena berdasarkan pengujian hipotesis adanya perbedaan arah antara hipotesis yang dirumuskan dengan hasil pengujian hipotesis penelitian.

Hasil pengujian hipotesis besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan dalam ESOP berpengaruh terhadap *abnormal return* ditunjukkan pada Tabel 6 berikut.

Tabel 6
Analisis Regresi Sederhana

Nama Variabel	Koefisien Regresi (B)	t _{hitung}	Sig.
Constant		-0,021	
PESOP	0,628	3,029	0,003
R square		0,046	

Sumber : output SPSS

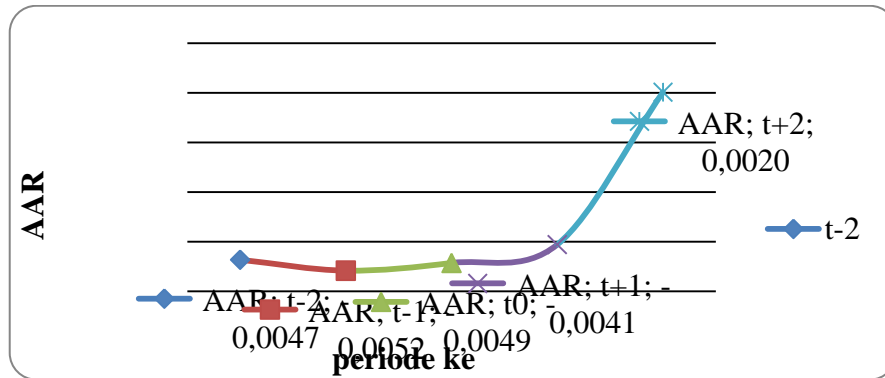
PESOP : proporsi *employee stock option plan*

Persamaan regresi sederhana pada Tabel 6 adalah sebagai berikut.

$$\text{CAR} = -0,021 + 0,628\text{PESOP} + \epsilon \dots \dots \dots (8)$$

Berdasarkan hasil regresi sederhana pada Tabel 6 di atas dapat dijelaskan nilai koefisien regresi (beta) untuk jumlah opsi saham yang dihibahkan (PESOP) bernilai positif sebesar 0,628 dengan nilai signifikansi 0,003 lebih besar dari $\alpha = 0,05$ yang berarti bahwa secara statistik terdapat pengaruh positif jumlah opsi saham yang dihibahkan terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan berpengaruh positif terhadap *abnormal return* dapat dibuktikan secara empiris.

Hasil pengujian hipotesis pada Tabel5, maka hasil penelitian dapat digambarkan dalam Gambar 1berikut.



Gambar 1. *Average Abnormal Return*

Gambar 1 pada garis linear AAR menunjukkan bahwa AAR menjelang peristiwa pengumuman ESOP pada hari (t-2) bernilai negatif dan cenderung ke arah nilai yang lebih negatif pada hari (t-1) dari -0,0047 menjadi -0,0052. Keadaan ini menjelaskan bahwa investor telah mendapatkan informasi sebelum peristiwa pengumuman ESOP dan pada periode hari (t-2) dan (t-1) para investor masih mempertanyakan kebenaran atas informasi pengumuman ESOP sehingga AAR yang terjadi pada periode hari (t-1) bergerak ke arah yang lebih negatif dibandingkan hari (t-2). Hal ini mengindikasikan terjadi (*trade-off*) apakah program ESOP merupakan suatu program yang dapat memberikan manfaat yang menguntungkan di masa yang akan datang. Pada keadaan ini, investor belum menganggap bahwa program ESOP dapat memberikan prospek lebih menguntungkan untuk kelangsungan perusahaan di masa yang akan datang dan investor berusaha untuk mencari informasi lain berkaitan dengan penerapan program ESOP pada perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Tehrani and Waeglein,1985) dan (sellers and Joseph, 2011) yang membuktikan bahwa pasar bereaksi positif terhadap peristiwa pengumuman ESOP dan menganggap bahwa program ESOP sebagai berita baik. Akan tetapi, pada saat peristiwa pengumuman ESOP yaitu pada hari (t_0) pergerakan nilai AAR mengalami kecenderungan mulai bergerak ke arah yang besaran nilai negatifnya berkurang, keadaan ini menunjukkan bahwa para investor mulai yakin dan menganggap bahwa program ESOP dapat meningkatkan kinerja karyawan dan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang yang tentunya dapat memberikan keuntungan baik bagi investor, pemegang saham dan karyawan.

Meskipun secara statistik dalam penelitian ini menunjukkan pasar bereaksi negatif sesuai dengan hasil penelitian Bacha *et al* (2009) yang menyatakan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap peristiwa pengumuman ESOP, akan tetapi jika lihat dari pergerakan AAR mulai dari (t_0) sebesar -0,0049, ($t+1$) sebesar -0,0041 yang pergerakan besaran nilai negatifnya berkurang dan pada ($t+2$) sebesar 0,0020 bergerak ke arah yang positif, hal ini berarti bahwa harga saham mulai bergerak naik untuk perusahaan yang menerapkan program ESOP. Pada keadaan ini, para pemegang saham sudah memperoleh informasi yang meyakinkan keputusan investasinya bahwa penerapan program ESOP dapat memberikan prospek yang tinggi untuk kelangsungan dan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Disisi lain, terjadinya reaksi pasar negatif pada peristiwa pengumuman ESOP karena adanya kepentingan dari pihak manajemen untuk memaksimalkan utilitasnya dengan menghindari risiko dari program ESOP yang diberikan

kepadanya dan program ESOP harus disukseskan oleh perusahaan (Astika, 2010), sehingga manajemen melakukan pengelolaan informasi keuangan yang mengharapkan terjadinya penurunan harga saham menjelang pengumuman ESOP (Asyik, 2006 dan Astika, 2008) untuk memperoleh *abnormal return* dimasa yang akan datang setelah opsi saham tersebut kembali dijual. Keadaan ini memotivasi manajemen karena harga pengambilan opsi saham adalah rata-rata harga pasar saham yang terjadi (± 25 hari) sebelum pengumuman ESOP (Asyik, 2006 dan Astika, 2010) sehingga karyawan berkepentingan atas harga pengambilan yang rendah atas opsi saham yang terima untuk memperoleh keuntungan ketika opsi tersebut kembali dijual.

Hasil analisis studi peristiwa pada pengujian hipotesis pasar bereaksi pada saat peristiwa pengumuman ESOPnya menunjukkan bahwa pengumuman ESOP mengakibatkan adanya reaksi pasar, akan tetapi tidak menjelaskan seberapa besar respon pasar tersebut berhubungan dengan besarnya opsi saham yang diberikan kepada karyawan. Untuk menjelaskan besarnya respon pasar terhadap jumlah opsi saham dilakukan pengujian regresi antara *abnormal return* (CAR) dengan jumlah saham yang dihibahkan (PESOP). Hasil analisis regresi sederhana pada Tabel 6 menunjukkan bahwa besarnya opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan mempengaruhi besarnya *abnormal return* yang akan diperoleh ketika opsi saham tersebut dijual kembali oleh karyawan.

Pada periode pengumuman ESOP karyawan pada tingkat manajemen dan karyawan pada posisi manajerial lainnya mengharapkan harga pengambilan opsi saham dengan harga yang rendah untuk mendapatkan keuntungan dari selisih

harga opsi yang ditetapkan dengan harga saham ketika opsi saham tersebut kembali dijual. Alasannya, untung (*gain*) merupakan untung harapan (*expected gain*) pada saat tanggal pengambilan sehingga untung tersebut menjadi daya tarik manajemen untuk mengambil hak atas opsi saham tersebut (Balsam, 2003). Dengan demikian, hasil analisis ini menunjukkan bahwa manajemen memiliki prospek untuk tetap memantau agar harga saham tetap berada diatas harga pengambilan opsi saham yaitu rata-rata harga pasar saham yang terjadi (± 25 hari) sebelum pengumuman ESOP (Asyik, 2006 dan Astika, 2010) yang ditetapkan sebagai nilai referensi. Dengan demikian, semakin besar jumlah opsi saham yang dihibahkan maka semakin besar pula ekspektasi dari manajemen untuk mensukseskan program ESOP dan mereka semakin memaksimalkan keuntungan dari opsi yang mereka terima untuk memperoleh *abnormal return* agar nilai opsi yang mereka terima menjadi bermanfaat (Asyik, 2006 dan Astika, 2008).

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi telah diketahui oleh para investor sebelum peristiwa pengumuman ESOP. Pasar bereaksi negatif secara statistik atas pengumuman ESOP dikarenakan para investor masih mempertanyakan kebenaran atas pengumuman ESOP yang ditunjukkan dengan terjadinya penurunan AAR ke arah yang lebih negatif dari periode (t-2) ke periode (t-1). Pada saat peristiwa dan setelah peristiwa pengumuman (t0), dan (t+1) AAR bergerak ke arah yang besaran nilai negatifnya berkurang dan pada periode hari (t+2) AAR bernilai positif, hal ini berarti bahwa respon pasar atas pengumuman ESOP mulai dianggap sebagai *good news* karena dianggap dapat meningkatkan

kinerja karyawan dan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Penelitian ini juga berhasil membuktikan bahwa besarnya jumlah opsi saham yang dihibahkan kepada karyawan dapat mempengaruhi besarnya *abnormal return* yang akan diterima. Karenasemakin besar jumlah opsi saham yang dihibahkan maka semakin besar pula ekspektasi dari manajemen untuk mensukseskan program ESOP dan mereka semakin memaksimalkan keuntungan dari opsi yang mereka terima untuk memperoleh *abnormal return* agar nilai opsi yang mereka terima menjadi bermanfaat dan mereka terbebas dari risiko kerugian.

Bagi investor diharapkan memperhatikan kualitas informasi dan pemilihan waktu untuk merespon informasi yang tepat yang diungkapkan oleh perusahaan mengenai pengumuman program ESOP untuk memperoleh manfaat atas informasi ini. Pemilihan dan respon atas informasi yang salah bisa mengakibatkan pengambilan keputusan investasi yang beresiko tinggi. Karena manajer merupakan orang yang rasional yang mampu melakukan pengelolaan kinerja keuangan untuk mempengaruhi harga saham dalam ESOP.

Bagi perusahaan diharapkan memperhatikan bahwa program ESOP bertujuan untuk memotivasi kinerja karyawan untuk meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang dan dapat mempertahankan karyawan yang memiliki prestasi yang tinggi pada perusahaan dapat menjadi alasan bagi karyawan untuk bertindak secara oportunistik karena karyawan lebih mengetahui informasi dibandingkan para pemegang saham, sehingga mereka bertindak untuk kepentingannya sendiri untuk mensukseskan program ESOP ini.

Untuk pengembangan penelitian selanjutnya disarankan untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya *abnormal return* seperti kinerja perusahaan setelah dilakukan program ESOP. Faktor-faktor ini dinilai penting karena dapat menjelaskan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang.

REFERENSI

- Aboody, D., dan R. Kasznik. 2000. CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 29, 73-100.
- Astika, I.B.P. 2008. Pembentukan Return Saham Ekspektasian melalui Manajemen Laba di sekitar Peristiwa Pengumuman Program Opsi Saham Karyawan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol. 8, No. 3. ISSN: 1693-5241.
- _____, I.B.P. 2012. Harga Refrensi dan Return Expectatation dalam Employee Stock of Option Plan. *Finance and Banking Journal*, Vol. 14, No. 1. ISSN: 1410-8623.
- Asyik, N.F. 2006. Dampak Penyataan dan Nilai Wajar Opsi Saham pada Pengaruh Magnituda Kompensasi Program Opsi Saham Karyawan terhadap Pengelolaan Laba. *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang, 23-26 Agustus.
- _____, N.F. Pola-Pola Perilaku Eksekutif Berkaitan dengan Tahapan Penawaran Opsi Saham: Uji Komprehensif di sekitar Tanggal Hibah. *Simposium Nasional Akuntansi X*, Unhas Makasar 26-28 Juli.
- _____, N.F. 2012. Sensitivity of Employee Stock Option Offering: Study of Corporate Governance Structure in Indonesia. *International Conference on Business, Finance and Geography*, December 18-19 (Thailand).
- Bacha, O.I., S.R.S.M. Zain, M.E.E.S.M. Rasid, dan A. Mohamad. 2009. Granting Employee Stock Options (ESOs), Market Reaction and Financial Performance. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 5, No. 1, 117-138.

- Baker, G.P., Michael, C.J., dan Kevin, J.M. 1988. Compensation and Incentives : Practice vs Theory. *The Journal of Finance*. Vol. XLIII, No. 3.
- Ball, Ray dan Philip Brown. 1968. An Emperical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Volume 6, Issue 2: 159-178.
- Balsam, S.,H.Chen, dan S. Sankaraguruswamy. 2003. Earning Management Prior to Stock Option Grants. *Working Paper*.Temple University and Georgetown University.
- Bapeppam, 2002. Studi Tentang Penerapan ESOP (Employee Stock Ownership Plan) Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. *Departemen Keuangan Republik Indonesia*
- Brown, Stephen J dan Warner, Jerold J. 1985. Using Daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 14 p(3-31).
- Chen, Wei-Ning dan Chen-Yi, Hsu. 2008. Corporation Financial Performance and Market Reaction to ESOP: Evidence From Taiwan. *Investment Management and Financial Innovations*. Vol : 5, Issue 1.
- Core, John E., dan W.R. Guay. 2001. Stock Option Plans for Non-executive Employees. *Journal of Financial Economics* 61 : 253-287.
- Ding, David K dan Qian Sun. 2000. Causes and Effects of ESOPs: Evidence from Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 9, pp. 563-599.
- Fama, Eugene F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 383-417.
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20*. Edisi ke 6. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. 2003. *Basic Econometric*, Edisi Empat. New York: McGrew-Hill.
- Healy, P.M. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, 85-107.
- Herdinata, Christian. 2012. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Employee Stock Ownership Program. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16 (1): h: 77-85.
- Hillegeist, S.A., F. Penalva. 2004. Stock Option Incentives and Firm Performance. *Working Paper*.

- Ikaheimo, Seppo, A. Kjellman, J. Hilmberg, and S. Jussila. 2004. Employee Stock Option Plans and Stock Market Reaction : Evidence from Finland. *The European Journal of Finance* 10, 105-122.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4.
- Jogiyanto. 2015. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesepuluh. Yogyakarta : BPFE.
- Kahneman, D., Tversky, A., 1979. Prospect theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica* 47, 263-292.
- Khifi, F. And A. Bouri. 2010. Corporate Disclosure and Firm Characteristics: A Puzzling Relationship. *Journal of accounting – Business and Management* 17(1): 62-89.
- Langmann, Christian. 2007. *Stock Market Reaction and Stock Option Plans : Evidence From Germany*. *SBR* 59, hal 85-106
- Leland, H. E. and D. H. Pyle. 1977. Informational Asymetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 32 (2): 371-387.
- Letlora, Selvy Chelarci. 2012. Pengaruh Pengumuman Employee Stock Option Program terhadap Reaksi Pasar dan Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Publik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Artikel Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya*.
- Lintner, John. 1956. Distribution of Incomes of Corporation of Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, May, 97-113.
- Ross, S. A. 1977. Some Notes on Financial Incentive-Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences. *The Journal of Finance* 33 (3): 777-792.
- Scott. R William. 2009. *Financial Accounting Theory*. Prentice-Hall.inc.
- Sellers, F. Keith, Joseph M. Hagan, Philip H. Siegel. 2011. Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Examination of The Market Perceptions. *Journal of Applied Business Research*, 10 (3): h: 45-52.

Spence, M. 1973. Job Market Signalling. *The Quarterly Journal of Economics* 87 (3): 355-374.

Sugiyono. 2012. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : Alfabeta.

Tehrani, Hassan, W. James F. 1985. Market Reaction to Short-Term Executive Compensation Plan Adoption. *Journal of Accounting and Economics* 7, 131-144.

Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di pasar Modal Indonesia, 2002. Studi Tentang Penerapan ESOP (Employee Stock Ownership Plan) Emiten Atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. *Departemen Keuangan republic Indonesia badan Pengawas Pasar Modal*.

Watts, R.L., dan J.L. Zimmerman. 1978. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, Vol. LIII, No. 1.

Yermack, David. 1997. Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *The Journal of Finance*: Vol. LII, No. 2.