

**ANALISIS PENGUMUMAN PELAKSANAAN *EMPLOYEE STOCK OPTIONS*
PROGRAM TERHADAP *AVERAGE ABNORMAL RETURN* DAN VOLUME
PERDAGANGAN SAHAM DI INDONESIA
(*Study* Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei Periode Tahun 2011-2015)**

Naufal Yafi' Najy
Nila Firdausi Nuzula
Fakultas Ilmu Administrasi
Universitas Brawijaya
Malang
Email : naufalyafin@gmail.com

ABSTRACT

This research is proposed to find out market reaction about Employee Stock Options Program (ESOP) implementation which is showed as significant differences on abnormal return and trading volume activity. Type of research used is comparative method with quantitative approach. This research is also belonged to event study, which is financial research technique using financial market data. Event study is used to test an event that can effected on corporate value, where showing by abnormal return and trading volume activity in the capital market. Time period is done during 11 days about 5 days before and after announcement of ESOP implementation, and a day (event date) when ESOP implementation was announced. The research samples are company listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2015 period. There are 10 samples with 38 announcement date which have been implemented an announcement of ESOP price. The result is based on hypothesis test that showing there is no significant difference of average abnormal return and it was tended to increase after ESOP implementation. While there is significant difference for trading volume activity was tended to decrease after ESOP implementation.

Keywords : *Abnormal Return, Trading Volume Activity, ESOP*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan mengetahui reaksi pasar mengenai pelaksanaan *Employee Stock Options Program* (ESOP) yang ditunjukkan dengan perubahan signifikan *average abnormal return* dan volume transaksi saham. Penelitian ini menggunakan metode komparatif dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini merupakan penelitian peristiwa (*event study*) yaitu teknik penelitian keuangan menggunakan data-data pasar keuangan. *Event study* digunakan untuk menguji suatu peristiwa yang akan memberikan dampak terhadap nilai perusahaan, yang mana ditunjukkan dengan harga pasar saham ataupun volume transaksi saham yang terjadi di pasar modal. Periode peristiwa dalam penelitian ini selama 11 hari yang terdiri dari 5 hari sebelum dan sesudah kejadian/peristiwa pengumuman harga pelaksanaan ESOP, dan 1 hari saat (*event date*) pada tanggal pengumuman harga pelaksanaan ESOP. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015. Sampel berjumlah 10 perusahaan dengan 38 tanggal pengumuman yang telah melaksanakan pengumuman harga pelaksanaan ESOP. Hasil penelitian ini berdasarkan uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *average abnormal return* dan *average abnormal return* cenderung meningkat sesudah ESOP. Sedangkan uji hipotesis untuk *trading volume activity* terdapat perubahan signifikan dan untuk *trading volume activity* cenderung mengalami penurunan sesudah ESOP.

Kata Kunci : *Abnormal Return, Trading Volume Activity, ESOP*

1. PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah mendapatkan keuntungan. Perusahaan memaksimalkan keuntungan dengan mengerahkan dan memanfaatkan sumberdaya secara optimal. Pihak-pihak dalam perusahaan secara internal yang menjadi sumberdaya penting antara lain pemilik perusahaan, investor, manajer dan karyawan. Pemilik perusahaan dan investor berperan dalam kebutuhan akan modal, sedangkan manajer dan karyawan sangat berperan dalam menentukan kinerja perusahaan. Pihak-pihak tersebut saling berhubungan untuk menjalankan perusahaan.

Karyawan dan manajer dalam kegiatan operasional hanya sebatas kontrak kerja antara pemilik dengan manajer dan karyawan perusahaan. Kontrak kerja menjadikan adanya batasan tujuan antara pemilik dan pemegang saham dengan manajer dan karyawan. Pemilik dan para pemegang saham ingin meningkatkan nilai perusahaan dengan peningkatan keuntungan dari perusahaan tersebut guna memperbesar deviden yang dibagikan.

Tujuan yang berbeda antara pemilik, pemegang saham dengan manajer menjadikan munculnya konflik keagenan. Salah satu alternatif yang dapat diambil adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan untuk manajer dan karyawan perusahaan. *Employee Stock Option Program* (ESOP) merupakan *reward* terhadap karyawan yang bertujuan untuk meningkatkan kinerja karyawan, mensejajarkan kepentingan dengan pemegang saham, memotivasi karyawan dalam bekerja, menahan dan menarik karyawan kunci perusahaan, dan sebagai sarana strategi untuk mencapai tujuan jangka panjang perusahaan. ESOP merupakan hal baru yang masih belum banyak diterapkan oleh perusahaan yang ada di Indonesia. ESOP baru diatur oleh Bapepam pada tahun 2002.

Kebijakan yang dikeluarkan merupakan informasi bagi investor untuk menilai kinerja perusahaan. Kebijakan tersebut dikeluarkan melalui pengumuman kepada investor yang dapat memberikan sinyal positif bagi investor ketika kebijakan tersebut dianggap sebagai tindakan yang menguntungkan dan meningkatkan nilai perusahaan atau disebut dengan berita baik (*good news*), tetapi juga dapat diartikan sebagai sinyal negatif ketika dianggap mengurangi pendapatan yang akan diterima perusahaan atas investasi yang akan dan telah ditanamnya atau disebut dengan berita buruk (*bad news*). Kebijakan tersebut menjadi informasi paling relevan di pasar modal.

Penelitian ini menggunakan metode *event study*. Metode ini akan menunjukkan reaksi pasar dengan adanya *abnormal return*. *Return* yang

ditunjukkan akan semakin besar ketika pasar bereaksi terhadap suatu peristiwa atau kejadian. Hasil *abnormal return* positif akan menunjukkan arah sebagai berita baik (*good news*) sedangkan *abnormal return* negatif menunjukkan arah berita buruk (*bad news*). Adanya *abnormal return* tidak sepenuhnya menunjukkan bahwa pasar bereaksi atas suatu kejadian. Peneliti menambahkan volume perdagangan saham (*trading volume activity*) sebagai tolak ukur reaksi pasar yang tercermin dilihat dari jumlah transaksi saham yang terjadi.

Selama periode penelitian, peneliti harus bisa memastikan tidak ada pengumuman/kejadian lain yang mana dapat mempengaruhi reaksi pasar hal ini dapat disebut *confounding effect*. Peneliti memutuskan untuk menggunakan periode waktu pada tahun 2011-2014 karena ditahun 2008 terdapat krisis ekonomi di Amerika Serikat yang dampaknya terhadap perekonomian di seluruh dunia termasuk di Indonesia. Dampak tersebut membuat perekonomian menjadi melemah termasuk pada pasar modal (www.bi.go.id). Krisis ekonomi akan memberikan dampak pada reaksi pasar terhadap pengumuman/kejadian yang akan digunakan sebagai objek penelitian, oleh karena itu peneliti menetapkan mulai periode tahun 2011 hingga 2015 sebagai periode penelitian yang tidak terjadi peristiwa ekonomi yang berdampak pada penelitian tentang pengumuman ESOP.

Penelitian bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar mengenai pelaksanaan *Employee Stock Options Program* (ESOP) yang ditunjukkan dengan perubahan signifikan *average abnormal return* dan volume transaksi saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015.

2. KAJIAN PUSTAKA

2.1 Teori Agensi (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan teori keagenan mengungkapkan hubungan prinsipal (pemilik perusahaan atau pihak yang memberikan tugas) dan agen (manajer perusahaan atau pihak yang menerima mandat/tugas) yang berdasarkan pemisahan kepemilikan dan kontrol dari perusahaan dan pengambilan keputusan dan fungsi-fungsi kontrol. Teori keagenan (*agency theory*) adalah hubungan antara satu atau lebih orang yang disebut dengan prinsipal yang mengerjakan orang lain atau organisasi lain dalam rangka melakukan sebuah kegiatan jasa. Teori agensi (*agency theory*) menyatakan kinerja perusahaan dapat dipengaruhi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan/prinsipal dengan manajer perusahaan/agen yang mana menimbulkan konflik.

Jika antara prinsipal dan agen memiliki kepentingan yang sama dalam memaksimalkan nilai perusahaan, maka agen akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari prinsipal (Hunger & Wheelen, 2003:40). Ada beberapa alternatif yang dapat digunakan dalam mengurangi masalah keagenan menurut Jensen dan Meckling (1976) antara lain yaitu:

1. Meningkatkan kepemilikan perusahaan atau kepemilikan manajerial oleh manajemen.
2. Pemantauan oleh investor institusi. Institusi/perusahaan tersebut dalam melakukan investasi berdasarkan keputusan bersama sehingga tindakan pengawasan terhadap perusahaan yang diinvestasikan mempengaruhi kepentingan bersama pada institusi itu sendiri.

2.2 Kompensasi

Kompensasi merupakan pengaturan seluruh pemberian balas jasa bagi pegawai atau karyawan yang mana dapat secara langsung berupa uang atau tidak langsung (Riani, 2013:113).

2.3 Opsi

Opsi merupakan suatu produk efek (sekuritas) yang memberikan hak kepada pemegangnya (pembeli) untuk membeli atau menjual pada jumlah tertentu, pada harga tertentu, dan waktu tertentu. Kontrak opsi memiliki dua hak yaitu hak untuk membeli (*call option*) dan hak untuk menjual (*put option*).

Program Opsi Saham Karyawan (*Employee Stock Option Program*)

Program opsi saham karyawan atau *employee stock option program* (ESOP) adalah rencana pemilik perusahaan untuk mendistribusikan saham dimiliki oleh perusahaan yang didirikan kepada karyawan pada perusahaan tersebut. ESOP merupakan kebijakan jangka panjang yang diberikan oleh perusahaan terhadap karyawan berupa kompensasi berbentuk saham yang mempengaruhi psikologis tenaga kerja (Astikah, 2007:1) Pemberian tersebut langsung dibagikan kepada karyawan perseorangan pada saat karyawan telah pensiun dengan asumsi sebagai imbalan atas jasa dalam kurun waktu yang lama terhadap perusahaan sehingga berhak menerima kepemilikan saham, atau dapat juga diberikan ketika karyawan dianggap cocok menerima kepemilikan saham tersebut, bukan pada saat telah pensiun (Dessler, 2007).

2.4 Pasar Modal

Pasar modal diartikan sebagai tempat yang digunakan untuk melakukan jual beli sekuritas jangka panjang yang memiliki umur lebih dari satu tahun seperti saham dan obligasi (Tandelilin, 2010:26). Pasar modal memiliki peranan penting

bagi perkembangan ekonomi suatu negara karena memiliki dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi keuangan dan fungsi ekonomi.

2.5 Saham

saham dapat diartikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan baik perorangan atau badan pada suatu perusahaan atau perseroan terbatas (Husnan, 2005:279). Sudut pandang dalam membedakan saham menurut Darmadji dan Fakhrudin (2011:6) yaitu ditinjau dari segi kemampuan dalam hak tagih dan klaim ada saham biasa (*common stock*) yang menempatkan kepemilikannya paling bawah dan saham preferen (*preferred stock*), merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara saham bisa dengan obligasi.

Analisis saham menurut Sunariyah (2006:163-164) yaitu:

a. Pendekatan Tradisional

Menganalisis surat berharga saham menggunakan pendekatan tradisional maka dapat digunakan dua analisis yaitu analisis teknikal (*technical analysis*) dan analisis fundamental (*fundamental analysis*)

b. Pendekatan Portofolio Modern

Seorang investor yang baik harus melakukan analisis dengan cermat terhadap saham yang akan menjadi sasaran investasinya. Analisis yang baik dalam menentukan pada saham mana investor akan melakukan investasi maka diperlukan kerangka kerja (*frame work*) tersiri dari analisis ekonomi, industri, dan perusahaan.

2.6 Efisiensi Pasar

Pasar yang efisien adalah pasar yang mana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang ada (Tandelilin, 2010:219). Pasar dikatakan efisien apabila waktu penyesuaian harga ke ekuilibrium baru sangat cepat. Menurut Tandelilin (2010:223-224) pasar efisien dibagi dalam tiga bentuk yaitu :

- a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu.
- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi baik informasi masa lalu, informasi yang dipublikasi (*all publicly available information*) termasuk informasi yang ada pada laporan keuangan perusahaan. pada efisiensi pasar bentuk setengah kuat maka *abnormal return* hanya terjadi disekitar pengumuman/kejadian dengan implikasi tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan

untuk menerima *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.

- c. Efisien si pasar bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien bentuk kuat jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang bersifat *private*.

2.7 Metode Event Study

Event study merupakan salah satu metode penelitian yang menggunakan data-data pasar keuangan untuk mengukur dampak dari suatu peristiwa atau kejadian secara spesifik terhadap nilai perusahaan, yang dapat digambarkan pada harga saham pasar perusahaan ataupun volume transaksi yang terjadi di pasar (MacKinlay, 1997:13-39).

2.8 Return

Return merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi investor untuk melakukan suatu investasi dan juga merupakan imbalan investor atas apa yang telah diinvestasikan termasuk menanggung resiko yang akan didapatkan (Halim, 2015:5). Dalam konteks manajemen investasi *return* dapat dibedakan menjadi dua yaitu *return* yang terjadi (*realized return*) dan *return* yang diharapkan (*expected return*), menurut Jogiyanto (2010:61) dapat diartikan sebagai berikut:

1. *Return* yang terjadi (*Realized Return*)

Return yang terjadi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi sebelumnya. *Return* sesungguhnya (*actual return*) dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Sumber : Jogiyanto (2010:64)

Keterangan :

- $R_{i,t}$ = *Return* saham i pada hari ke-t.
- $P_{i,t}$ = Harga saham i pada hari ke-t.
- $P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada satu hari sebelum hari ke-t.

2. *Return* Ekspektasi (*Expected Return*)

Return ekpektasi merupakan *return* yang diharapkan oleh investor didapatkan di masa mendatang. Berbeda dengan *realized return* yang telah terjadi, *expected return* merupakan *return* yang belum terjadi. *Return* ekspektasi dapat dihitung menggunakan tiga alternatif (Jogiyanto, 2010:73-76) yaitu:

- a. Model Disesuaikan Rata-rata (*Mean-adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan sama dengan

return realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*).

$$E[R_{it}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{it}}{T}$$

Sumber : Jogiyanto (2010:73)

Keterangan:

$E[R_{it}]$ = *Return* ekspektasi sekuritas i pada periode peristiwa ke-t

R_{it} = *Return* realisasi sekuritas i pada periode estimasi ke-t

T = Lamanya periode waktu yaitu dari t_1 sampai t_2

- b. *Market Model*

$$E[R_{it}] = \alpha_1 + \beta_1 R_{mj} + \epsilon_{it}$$

Sumber : Jogiyanto (2010:79)

Keterangan:

$E[R_{it}]$ = *Return* ekspektasi sekuritas i pada periode estimasi ke-t

α_1 = *Intercep* untuk sekuritas i

β_1 = Koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas i

R_{mj} = *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

ϵ_{it} = Kesalahan residu sekuritas i pada periode estimasi ke-t

- c. *Market-Adjusted Model*

Model disesuaikan pasar menganggap dalam melakukan pendugaan terkait ekspektasi *return* di masa mendatang adalah *return* pasar pada saat tersebut. Menggunakan model ini tidak memerlukan periode waktu untuk mengestimasi, karena *return* sekuritas diestimasi akan sama dengan *return* indeks pasar.

$$R_{Mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Sumber : Jogiyanto (2010:76)

Keterangan :

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada satu hari sebelum hari ke-t

Abnormal Return

Abnormal Return merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal (Jogiyanto, 2010:93). Adapun cara menghitung *abnormal return* sebagai berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Sumber : Jogiyanto (2010:94)

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* sekuritas ke-i pada periode t.

$R_{i,t}$ = *Actual return* sekuritas ke-i pada periode t.

$E[R_{i,t}]$ = *Expected return* sekuritas ke-i pada periode t.

Penelitian dengan *event study* digunakan untuk mengetahui perubahan *abnormal return* dengan menggunakan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah kejadian. Adapun cara menghitung *Average Abnormal Return* (AAR) sebagai berikut :

$$AAR = \frac{\sum AR_{i,t}}{N}$$

Sumber : Jogiyanto (2010:96)

Keterangan :

AAR_t = Rata-rata *abnormal return* pada sekuritas ke-i yang diakumulasikan dari *abnormal return* sekuritas-i mulai dari awal periode ke-t hingga hari ke-t

$\sum AR_{i,t}$ = Jumlah seluruh *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t

N = Jumlah kejadian yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

2.9 Trading Volume Activity

Volume perdagangan saham adalah jumlah lembar saham yang ditransaksikan pada pasar sekunder pada suatu periode ke-t. Pendekatan volume perdagangan saham dapat digunakan sebagai proksi reaksi pasar. Volume perdagangan saham dapat menggambarkan reaksi pasar yang sebenarnya ditunjukkan dengan aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh investor (Hendrawijaya, 2009:35). Cara perhitungan *trading volume activity* yaitu :

$$TVA = \frac{\text{jumlah saham yang diperdagangkan}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Sumber : Hendrawijaya (2009:43)

Perubahan *trading volume activity* sebelum dan sesudah kejadian dapat dilihat dari hasil rata-rata *trading volume activity*. Adapun cara menghitung *Average Trading Volume Activity* (ATVA) sebagai berikut :

$$ATVA_t = \frac{\sum ATVA_{i,t}}{i}$$

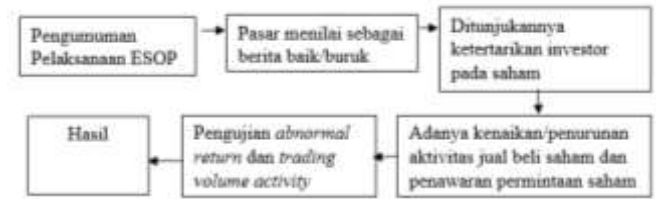
Keterangan :

$ATVA_t$ = Rata-rata *trading volume activity* pada hari ke-t yang dirata-rata dari *trading volume activity* pada seluruh sekuritas.

$\sum ATVA_{i,t}$ = kumulatif *trading volume activity* untuk seluruh sekuritas pada hari ke-t

i = Jumlah kejadian pada sekuritas pada hari ke-t.

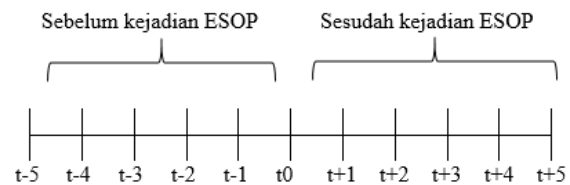
2.10 Kerangka Konsep



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Sumber : Olahan Peneliti (2017)

2.11 Hipotesis



Gambar 2. Periode Penelitian *Trading Volume Activity* dan Harga Pasar Saham Sekitar Pengumuman Pelaksanaan ESOP

Sumber : Olahan Peneliti (2017)

Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Terdapat perbedaan signifikan *average abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP.

H_2 : Terdapat perbedaan signifikan *average trading volume activity* (AVTA) sebelum dan sesudah pengumuman pelaksanaan ESOP.

3. METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian peristiwa (*event study*). Jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian komparatif dengan pendekatan kuantitatif.

3.2. Periode Penelitian

Periode peristiwa dalam penelitian ini selama 11 hari yang terdiri dari 5 hari sebelum dan sesudah kejadian/peristiwa pengumuman harga pelaksanaan ESOP, dan 1 hari saat (*event date*) pada tanggal pengumuman harga pelaksanaan ESOP.

3.3. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan pengumuman ESOP. Sampai tahun 2015 tercatat 35 perusahaan yang telah melaksanakan pengumuman ESOP. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yang artinya dalam pemilihan sampel didasarkan atas kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Berdasarkan kriteria tersebut didapatkan 10 perusahaan dengan 38 tanggal pengumuman.

3.4. Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data penulisan yaitu laman web Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu www.idx.co.id. Pengumpulan data penelitian dilakukan dengan metode dokumentasi. Metode dokumentasi yang dilakukan merupakan aktivitas pengarsipan dan penyalinan dari sumber sekunder yang berhubungan dengan tanggal pengumuman harga pelaksanaan ESOP yang dilakukan perusahaan, data harian harga saham, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), volume perdagangan harian perusahaan terkait yang sesuai dengan kriteria penilaian yang nantinya digunakan sebagai sampel.

3.5. Metode Analisis

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *event study* untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman harga pelaksanaan ESOP. Analisis yang dilakukan adalah analisis deskriptif dan analisis statistik inferensial. Pengujian data menggunakan uji beda dengan melakukan uji normalitas dilanjutkan melakukan uji hipotesis.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Deskriptif

Rata-rata AAR bersifat negatif baik sebelum dan sesudah ESOP. Pada periode sebelum ESOP diketahui AAR terendah pada PT Delta Dunia Makmur Tbk. kejadian 15 Juli 2015 sebesar -0,064572, sedangkan AAR tertinggi sebelum ESOP pada PT MNC Land Tbk. kejadian 23 Oktober 2012 sebesar 0,023063. Pada periode sesudah ESOP diketahui AAR terendah pada PT Harum Energy Tbk. kejadian 5 Oktober 2011 sebesar -0,024328, sedangkan AAR tertinggi sesudah ESOP pada PT Delta Dunia Makmur Tbk. kejadian 15 Juli 2013 sebesar 0,032288. Berdasarkan hasil AAR diketahui bahwa 15 kejadian mengalami penurunan *average abnormal return* (AAR) dari sebelum ke sesudah pelaksanaan ESOP. Sedangkan 23 kejadian mengalami peningkatan *average abnormal return* (AAR) dari sebelum ke sesudah pelaksanaan ESOP.

Rata-rata ATVA bersifat positif baik sebelum dan sesudah ESOP. Pada periode sebelum ESOP diketahui ATVA terendah pada PT MNC Land Tbk. kejadian 11 Maret 2011 sebesar 0,00003, sedangkan ATVA tertinggi sebelum ESOP terjadi pada PT Eagle High Plantation Tbk. kejadian 1 Mei 2012 sebesar 0,01465. Pada periode sesudah ESOP diketahui ATVA terendah terjadi pada PT MNC Land Tbk. kejadian 26 Maret 2014 sebesar 0,00002, sedangkan ATVA tertinggi sesudah ESOP terjadi

pada PT Eagle High Plantation Tbk. kejadian 1 November 2013 sebesar 0,01042. Berdasarkan hasil ATVA diketahui 26 kejadian mengalami penurunan ATVA dari sebelum ke sesudah pelaksanaan ESOP. Sedangkan 12 kejadian mengalami peningkatan ATVA dari sebelum ke sesudah pelaksanaan ESOP.

4.2. Analisis Statistik Inferensial

4.2.1. Uji Normalitas

Tabel 1. Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		AAR	ATVA
N		76	76
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-.0019954	.0023409
	Std. Deviation	.01417913	.00253189
	Most Absolute	.082	.209
Extreme Differences	Positive	.059	.209
	Negative	-.082	-.180
Kolmogorov-Smirnov Z		.713	1.826
Asymp. Sig. (2-tailed)		.690	.003

Sumber : Olahan Peneliti (2017)

Uji normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov test*, dengan membandingkan *asymptotic significance* dengan $\alpha = 0,05$ (Santoso, 2004:212). *Asymptotic significance* > 0,05 maka data terdistribusi normal. Pada tabel 1 nilai *asymptotic significance* 0,690 untuk AAR maka data berdistribusi normal ($0,690 > 0,05$). Nilai *asymptotic significance* 0,003 untuk ATVA maka data tidak berdistribusi normal ($0,003 < 0,05$).

4.2.2. Pengujian Hipotesis

Pengujian menggunakan *Pair sample t test* pada data berdistribusi normal yaitu pada data *average abnormal return* dan peringkat *Wilcoxon* untuk data yang tidak berdistribusi normal yaitu pada data *average trading volume activity*. Kedua uji tersebut merupakan uji beda terhadap sampel berpasangan yang sama namun memiliki perlakuan yang berbeda. Pengambilan kriteria keputusan adalah sebagai berikut:

- Apabila nilai *asymptotic significance* > 0,05 maka H_0 diterima, yaitu tidak terdapat perbedaan yang signifikan.
- Apabila nilai *asymptotic significance* < 0,05 maka H_0 ditolak, yaitu terdapat perbedaan signifikan.

Tabel 2 . Hasil Uji *Pair Sampel T Test*

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference			
					Lower	Upper		
Pair 1	AAR_Sebelum - AAR_Sesudah	-.00336508	.01924415	.00312181	-.00969047	.00296032	-1.078	.288

Sumber : Olahan Peneliti (2017)

Hasil untuk AAR sebelum dan AAR sesudah nilai *asymptotic significance* 0,288. Nilai 0,288 lebih besar dari *level of significance* yaitu 0,05. Maka untuk uji hipotesis 1 H_{01} diterima yaitu tidak terdapat reaksi pasar signifikan yang ditunjukkan dengan adanya AAR sebelum dan sesudah ESOP.

Tabel 3. Hasil Uji Peringkat *Wilcoxon*

Test Statisticsa	
	ATVA_sesudah - ATVA_Sebelum
Z	-2.299 ^c
Asymp. Sig. (2-tailed)	.022

a. Wilcoxon Signed Ranks Test

b. Based on negative ranks.

c. Based on positive ranks.

Sumber : Olahan Peneliti (2017)

Berdasarkan hasil uji peringkat *Wilcoxon* ATVA sebelum dan sesudah pelaksanaan ESOP memiliki nilai *asymptotic significance* 0,022 lebih kecil dari *level of significance* yaitu 0,05. Maka uji hipotesis 2 H_{02} ditolak, maka terdapat reaksi pasar signifikan yang ditunjukkan dengan adanya *average trading volume activity* (ATVA) sebelum dan sesudah ESOP.

4.3. Pembahasan

4.3.1. *Abnormal Return*

Berdasarkan uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *average abnormal return* antara sebelum dan sesudah ESOP selama periode pengamatan yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah ESOP. Hasil yang tidak signifikan pada *average abnormal return* dapat diakibatkan karena periode penelitian yang terlalu singkat. Periode penelitian yang singkat

disebabkan karena di Indonesia banyaknya informasi yang berpengaruh terhadap suatu sekuritas. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham mampu menggambarkan informasi dari masa lalu ditambah dengan informasi yang ada. Informasi yang diterima antara lain *stock split*, pembagian deviden, pelaksanaan ESOP dan lain sebagainya. Investor memberikan respon dalam bentuk *abnormal return* pada saat pelaksanaan ESOP di seputar periode pengamatan. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat maka investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu lama dengan informasi yang didapatkan (Tandelilin, 2010:223).

Penelitian ini menunjukkan hasil cenderung meningkat pada *average abnormal return* sebelum ke sesudah pelaksanaan ESOP. Peningkatan tersebut merupakan kabar baik (*good news*) bagi investor baru karena keuntungan yang akan didapat semakin besar. Keuntungan tersebut dilihat oleh investor dengan kenaikan harga saham dipasar.

4.3.2. *Trading Volume Activity*

Perusahaan melaksanakan ESOP dengan maksud menunjukkan motivasi yang tinggi pada karyawan sehingga layak untuk diberikan sebuah penghargaan atas kinerjanya. Perusahaan ingin meningkatkan minat investor untuk membeli saham sehingga meningkatkan aktivitas perdagangan saham dengan pelaksanaan ESOP. Hasil penelitian ini menunjukkan penurunan aktivitas perdagangan saham setelah ESOP.

Hasil uji hipotesis menunjukkan penurunan *trading volume activity* yang signifikan sesudah ESOP. Penurunan *trading volume activity* disebabkan salah satunya karena investor lama cenderung menginginkan *Earning Per Share* (EPS) dalam jumlah besar. Investor lama cenderung tidak melakukan transaksi setelah ESOP karena pelaksanaan ESOP mengakibatkan jumlah saham yang beredar bertambah, sehingga EPS yang akan didapatkan investor lama cenderung berkurang.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

1. Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah ESOP selama periode pengamatan. Hasil yang tidak signifikan pada *average abnormal return* dapat diakibatkan karena periode penelitian yang terlalu singkat. Periode penelitian yang singkat disebabkan karena di Indonesia banyaknya informasi yang berpengaruh terhadap suatu sekuritas. Investor merespon cepat terhadap *abnormal return* pada saat pelaksanaan ESOP di

seputar periode pengamatan. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat maka investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu lama dengan informasi yang didapatkan.

2. Penelitian ini menunjukkan hasil cenderung meningkat pada *average abnormal return* sebelum ke sesudah pelaksanaan ESOP. Peningkatan tersebut merupakan kabar baik (*good news*) bagi investor baru karena keuntungan yang akan didapat semakin besar
3. Hasil uji hipotesis menunjukkan penurunan *trading volume activity* yang signifikan sesudah ESOP. Salah satu alasan ada perubahan *trading volume activity* karena investor lama cenderung menginginkan *Earning Per Share* (EPS) dalam jumlah besar, sedangkan ESOP mengakibatkan jumlah saham yang beredar bertambah, sehingga EPS yang akan didapatkan investor lama cenderung berkurang.
4. Hasil penelitian ini menunjukkan penurunan aktivitas perdagangan saham setelah ESOP.

5.2. Saran

1. Perlu penyampaian informasi oleh perusahaan kepada investor lama bahwa pelaksanaan *employee stock option program* (ESOP) memiliki manfaat terhadap peningkatan nilai perusahaan. ESOP selain diberikan pada karyawan yang memiliki kurun waktu lama, ESOP juga dapat diberikan kepada karyawan yang memiliki prestasi tinggi, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat diterima sebagai suatu kebijakan yang baik.
2. Bagi peneliti selanjutnya, dapat menambahkan keterkaitan antara pelaksanaan ESOP, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan kinerja perusahaan. Tujuan penelitian tersebut agar diketahui manfaat secara keseluruhan dari ESOP terhadap internal perusahaan maupun eksternal perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendy M. 2011. *Pasar Modal di Indonesia*, Pendekatan Tanya Jawab. Edisi Ketiga. Jakarta: Salemba Empat.
- Dessler, G. 2007. *Manajemen Sumber Daya Manusia* jilid 2 Edisi 10, Jakarta: Indeks.
- Halim, Abdul. 2015. *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hendrawijaya, Michael. 2009. *Analisis Perbandingan Harga Saham, Volume*

Perdagangan Saham, dan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pemecahan Saham. Semarang: Universitas Diponegoro.

- Hunger, J. David dan Wheelen, Thomas L. 2003. *Manajemen Strategis*. Yogyakarta: Andi.
- Jensen, Michael C. dan William H Meckling. 1976. "Theori of the Firm: Manajerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jogiyanto, H.M. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- _____. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- MacKinlay, A.C. 1997. *Event Study in Economics and Finance*. *Journal of Economic Literatur*, 35(1): 13.
- Riani, Asri Laksmi. 2013, *Manajemen Sumber Daya Manusia Masa Kini*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Santoso, Singgih. 2004. *Statistik Multivariat Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Keempat. Yogyakarta: AMP YKPN
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Potofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius