

**REAKSI PASAR DI SEKITAR PENGUMUMAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM* PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Oleh : Delcia Oktora  
Pembimbing : Amries Rusli Tanjung dan Alfiati Silfi**

*Faculty of Economics Riau University, Pekanbaru, Indonesia*  
Email : [oktoradelcia@yahoo.com](mailto:oktoradelcia@yahoo.com)

*Market Reaction Arround the Announcement of Employee Stock Ownership Program on Listed Companies in Indonesia Stock Exchange*

**ABSTRACT**

*The relationship between management and owners of the company is the principal-agent relationship paradigm. And their interest can be different, which was called by the agency problems. For this case, Employee Stock Ownership Program (ESOP) have been created to increase or creating value of the firm and reducing the agency problem. The purpose of this research was to know how the market reaction around the announcement of ESOP and to analyze the difference of market reaction on high growth potential companies and low growth potential companies in January1, 2010 – December 31, 2013. The sampling is selected using purposive sampling on secondary data from financial reports that are available in the Indonesia Stock Exchange Website. The method of analysis for analyzing the market reaction around the announcement of ESOP used one sample t-test and analyze the difference of market reaction on high growth potential companies and low growth potential companies used independent sample t-test. The results of this research showed that there was the positive market reaction around the announcement of ESOP during event window and for market reaction on high growth potential companies and low growth potential companies, there are significant differences in market reaction around the announcement, where the market is likely to react positively to high growth potential companies than low growth potential companies.*

*Keyword : Employee Stock Ownership Program (ESOP), Market Reaction*

**PENDAHULUAN**

Hubungan antara manajemen dengan pemilik perusahaan merupakan paradigma hubungan prinsipal-agen. Pemilik perusahaan sebagai prinsipal yang memberi kepercayaan (secara formal dalam bentuk kontrak hubungan kerja) kepada manajemen (agen) yang memberikan jasa manajerialnya.

Pada umumnya, keberlangsungan suatu perusahaan tidak terlepas dari peran serta dan kerjasama yang terjalin diantara prinsipal dan agen tersebut. Namun, keanekaragaman karakter, tingkat intelektual, dan kepentingan yang berbeda dari masing-masing individu memungkinkan timbulnya berbagai konflik di lingkungan internal

perusahaan. Salah satu diantaranya ialah terjadinya fenomena asimetri informasi, dimana kepemilikan informasi yang tidak seimbang dan cenderung didominasi oleh agen selaku pengelola yang mendapatkan kesempatan untuk melakukan hal-hal tertentu yang dapat merugikan dan mengganggu stabilitas perusahaan.

Pihak prinsipal yang dalam hal ini merupakan pemilik perusahaan dapat mengatasi fenomena tersebut dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*) untuk mencegah *moral hazard* dari agen. Semuanya ini sering disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*). Secara umum tidak mungkin bagi prinsipal atau pemilik perusahaan, pada tingkat biaya agensi sebesar nol dapat menjamin bahwa agen akan membuat keputusan optimal dari sudut pandang prinsipal. Sehingga berbagai kebijakan yang dinilai dapat menyentuh psikologi para karyawannya, seperti pelaksanaan program kompensasi diyakini merupakan pilihan yang tepat. Salah satu dari program kompensasi tersebut adalah kepemilikan saham perusahaan oleh karyawan.

Melalui program kepemilikan karyawan atas saham perusahaan ini diharapkan dapat meningkatkan *sense of belonging* sehingga mendukung peningkatan kinerja perusahaan yang akan memberikan manfaat-manfaat ekonomis bagi karyawan maupun pemilik perusahaan. Para karyawan akan berupaya meningkatkan nilai kepemilikan sahamnya melalui peningkatan kompetensi dan kinerja dalam kurun waktu yang panjang, sehingga pada periode berikutnya,

ketika saham tersebut dapat dijual kepada publik, para karyawan akan memperoleh keuntungan dari selisih harga jual sahamnya yang jauh lebih mahal dibandingkan dengan harga belinya (Tim Studi Penerapan ESOP Indonesia-Bapepam, 2002).

Beberapa contoh perusahaan di Indonesia yang telah melaksanakan program ESOP, antara lain PT MNC Land, Tbk yang menerapkan program kepemilikan saham untuk karyawan ESOP/MSOP pada tahun 2012 sebanyak 104.996.684 saham yang dialokasikan kepada direksi, komisaris dan karyawan Perseroan. Pelaksanaan Program *Employee/Management Stock Option Plan* ini merupakan insentif tambahan dalam bentuk saham kepada karyawan yang diharapkan dapat meningkatkan produktifitas karyawan perseroan dan juga berdampak bagi peningkatan pendapatan perseroan dan peningkatan kesejahteraan pemegang saham ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). PT. Global Mediacom, Tbk. pada tahun 2010 juga melakukan *Employee Stock Option Plan* sebanyak 24.107.430 dengan tujuan memotivasi penerima ESOP untuk lebih meningkatkan prestasi kerjanya ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).

Menurut Mahgianti (2002) pengumuman terhadap berita baik (*good news*) cenderung akan meningkatkan *abnormal return* yang positif, sebaliknya pengumuman terhadap berita buruk (*bad news*) akan menyebabkan *abnormal return* yang negatif. Penelitian reaksi pasar terhadap pengumuman ESOP yang dilakukan oleh Pratiwi (2014) menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar positif di sekitar peristiwa pengumuman ESOP. Namun, hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian

yang dilakukan Herdinata (2012) yang menunjukkan bahwa pasar cenderung bereaksi negatif di seputar pengumuman ESOP. Dari hasil penelitian-penelitian tersebut terlihat masih adanya perbedaan hasil penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman ESOP, sehingga pengumuman ESOP di Indonesia belum dapat dikatakan sebagai *good news* ataupun *bad news* bagi para investor. Untuk itu penulis tertarik untuk melakukan penelitian atas reaksi pasar terhadap pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP). Selain itu, studi tentang implikasi penerapan ESOP terhadap reaksi pasar belum banyak dilakukan, khususnya di Indonesia.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Herdinata (2012). Adapun perbedaan penelitian ini adalah dengan penambahan hipotesis yaitu dengan menganalisis perbedaan reaksi pasar di sekitar pengumuman ESOP antar perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dan perusahaan berpotensi tumbuh rendah berdasarkan proksi IOS (*Investment Opportunity Set*). Hal ini dilakukan, karena penulis memiliki persepsi bahwa reaksi investor terhadap pengumuman ESOP didukung informasi atas potensi perusahaan di masa yang akan datang, sehingga perbedaan hasil penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman ESOP bisa diakibatkan sample yang pada waktu penelitian didominasi oleh perusahaan yang potensi tumbuhnya berbeda. Perusahaan berpotensi tumbuh tinggi memiliki aktiva riil dan peluang investasi yang lebih baik untuk perkembangan perusahaan dibanding perusahaan berpotensi

tumbuh rendah. Di sisi lain, perusahaan berpotensi tumbuh tinggi cenderung mendominasi pangsa pasar dan berusaha meningkatkan kualitas produk dan layanan dibandingkan dengan perusahaan berpotensi tumbuh rendah.

Penelitian mengenai reaksi pasar di sekitar pengumuman *employee stock ownership program* pada perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dan perusahaan berpotensi tumbuh rendah berdasarkan proksi *investment opportunity set* di Indonesia hanya dilakukan oleh Kodrat dan Herdinata (2009). Hasil penelitiannya membuktikan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar di sekitar pengumuman *employee stock ownership program*. Dimana pada perusahaan berpotensi tumbuh tinggi memiliki *average abnormal return* positif lebih dominan dibanding perusahaan berpotensi tumbuh rendah. Dalam hal untuk melihat apakah perusahaan tersebut merupakan perusahaan berpotensi tumbuh tinggi atau rendah biasanya dilakukan dengan set kesempatan investasi atau yang biasa disebut dengan *investment opportunity set* (IOS).

Pada penelitian ini proksi IOS yang digunakan untuk mengklasifikasikan perusahaan kedalam perusahaan bertumbuh dengan perusahaan tidak bertumbuh antara lain adalah, *market to book value of asset* (MVA/BVA), *market to book value of equity* (MVE/BVE), *earning-price ratio* (E/P), *capital expenditure to market value* (CAP/MVA) dan *ratio capital expenditure to book value asset* (CAP/BVA).

*Ratio market to book value of asset* (MVA/BVA) merupakan sebuah rasio yang digunakan untuk

mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan aset yang digunakan dalam menjalankan kegiatan bisnis perusahaan. Sedangkan pada *market to book value of equity* (MVE/BVE) menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Dimana bagi para investor yang akan melakukan pembelian saham perusahaan, penilaian terhadap kemampuan perusahaan dalam mendapatkan dan mengelola modal merupakan suatu hal yang penting. *earning-price ratio* (E/P) digunakan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan yang dilihat dari *earning power* yang dimiliki oleh sebuah perusahaan. Perusahaan yang tumbuh ditandai dengan *earning-price ratio* yang tinggi. *Earning-price ratio* adalah fungsi dari perubahan kemampuan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Sehingga semakin tinggi *earning-price ratio* maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh. Untuk *ratio capital expenditure to book value asset* (CAP/BVA) menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan untuk aktiva produktif sehingga potensi pertumbuhan perusahaan meningkat. Sedangkan *ratio capital expenditure to market value of assets* (CAP/MVA) merupakan rasio yang menunjukkan aliran tambahan modal saham perusahaan. Dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi.

Proksi-proksi IOS yang telah dijelaskan di atas merupakan proksi-proksi yang digunakan untuk mengklasifikasikan perusahaan-perusahaan yang mengumumkan ESOP menjadi perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi dan

perusahaan yang berpotensi tumbuh rendah. Sehingga para investor dapat memutuskan untuk melakukan investasinya atau tidak. Dan pertimbangan tersebut menyebabkan adanya perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan ada tidaknya *average abnormal return* positif di sekitar pengumuman ESOP pada perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dan perusahaan berpotensi tumbuh rendah.

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui dan memperoleh bukti empiris mengenai reaksi pasar positif di sekitar pengumuman ESOP dan juga perbedaan reaksi pasar disekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* antara perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dengan perusahaan berpotensi tumbuh rendah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## TELAAH PUSTAKA

### Teori Agensi (*Agency Theory*)

Tujuan dari sebuah perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang salah satunya dapat diukur dengan menggunakan harga saham perusahaan yang bersangkutan. Tetapi manajer mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan para pemegang saham dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan perusahaan. Celah antara inilah yang dapat menciptakan konflik antara kepentingan masing-masing yang terjadi, konsep ini yang kemudian disebut dengan *agency theory*.

Hubungan agensi ini dapat terjadi ketika satu atau lebih individu yang disebut dengan *principals* mempekerjakan individu lainnya yang disebut dengan *agents* untuk bekerja dan juga mendelegasikan wewenang pengambilan sebuah

keputusan. Di dalam lingkup keuangan manajerial, hubungan agensi yang pokok adalah antara pemegang saham dan manajer, serta antara *debtholders* dan pemegang saham. Terkadang perusahaan memerlukan waktu yang lebih untuk menyelesaikan masalah agensi seperti ini, dan membutuhkan biaya pula untuk memonitor dan mengurangi masalah agensi. Pengeluaran inilah yang disebut sebagai biaya keagenan atau *agency cost*. Jensen dan Meckling dalam Herdinata (2012) menjelaskan adanya konflik kepentingan dalam hubungan keagenan. Terjadinya konflik kepentingan antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajer) karena kemungkinan *agent* bertindak tidak sesuai dengan kepentingan *principal*. Teori agensi mampu menjelaskan potensi konflik kepentingan diantara berbagai pihak yang berkepentingan dalam perusahaan tersebut. Konflik kepentingan ini terjadi dikarenakan perbedaan tujuan dari masing-masing pihak berdasarkan posisi dan kepentingannya terhadap perusahaan.

### **Return**

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang dipilih (Jogiyanto, 2010:205). Ada dua jenis *return* dalam pasar modal yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi dan dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasi ini juga dapat digunakan untuk menghitung *return* ekspektasi dan risiko untuk di masa yang akan datang. Sedangkan, *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang dan masih bersifat tidak pasti (Jogianto, 2010:205).

Dalam melakukan investasi, investor dihadapkan pada ketidakpastian (*uncertainty*) antara *return* yang akan diperoleh dengan risiko yang dihadapinya. Semakin besar *return* yang diharapkan akan diperoleh dari investasi, semakin besar pula resikonya, sehingga dikatakan bahwa *return* ekspektasi memiliki hubungan positif dengan risiko. Risiko yang lebih tinggi biasanya dikorelasikan dengan peluang untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi pula (*high risk high return, low risk low return*). Tetapi *return* yang tinggi tidak selalu harus disertai dengan investasi yang berisiko. Hal ini bisa saja terjadi pada pasar yang tidak rasional. (Jogiyanto, 2010)

*Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan. *Abnormal return* ini dapat digunakan sebagai alat untuk mengukur apakah terjadi reaksi pasar terhadap suatu pengumuman atau *event* yang dipublikasikan di pasar modal. Ketika terjadi perbedaan *Abnormal return* antara periode sebelum peristiwa dengan periode saat peristiwa, saat peristiwa dengan sesudah peristiwa, ataupun periode sebelum peristiwa dengan sesudah peristiwa berlangsung, dapat dikatakan pasar bereaksi terhadap peristiwa tersebut.

### **Employee Stock Ownership Program**

ESOP merupakan suatu program manajemen sumber daya manusia berupa program kepemilikan karyawan dalam saham perusahaan dimana karyawan tersebut bekerja (Bapepam, 2002). Tujuan dari ESOP menurut Tim Studi Penerapan ESOP Pasar Modal

Indonesia – Bapepam (2002), antara lain: memberikan penghargaan (*reward*) kepada karyawan atas kontribusi yang diberikan dalam peningkatan kinerja perusahaan, menciptakan keselarasan kepentingan antara pihak karyawan dan pihak pemegang saham, meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan dalam meningkatkan produktivitas, menarik dan mempertahankan karyawan kunci dari perusahaan, dan sarana bagi sumber daya manusia dalam mendukung keberhasilan implementasi strategi bisnis perusahaan jangka panjang.

### **Investment Opportunity Set**

Istilah set kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) muncul setelah dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Kodrat dan Herdinata (2009) yang memandang nilai suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi *assets in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment options* (pilihan investasi) pada masa depan.

Ciri-ciri suatu perusahaan yang mengalami sebuah pertumbuhan dapat diukur dengan peningkatan penjualan, perluasan pasar, investasi jangka panjang, diversifikasi produk, ekspansi atau peningkatan kapasitas, mengakuisisi, dan penambahan aset perusahaan. Gaver dan Gaver dalam Ismahyuni (2001) menyatakan bahwa pilihan pertumbuhan memiliki pengertian yang fleksibel dan tidak hanya pada suatu proyek yang baru. Perusahaan yang mengalami suatu pertumbuhan bukan selalu dari sebuah perusahaan yang kecil atau aktif dalam melakukan suatu penelitian dan pengembangan. Perusahaan kecil seringkali mengalami suatu

hambatan atau kesulitan pilihan dalam menentukan dan menjalankan suatu proyek baru, sementara perusahaan-perusahaan yang besar cenderung dapat menguasai posisi pasar dalam industrinya (Gaver dan Gaver dalam Ismahyuni, 2001). Bahkan perusahaan-perusahaan yang besar cenderung dapat mengeksplorasi sebuah kesempatan yang muncul.

Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan untuk kepentingan dimasa yang akan datang. Gaver dan Gaver dalam Ismahyuni (2001), menyatakan bahwa peluang-peluang pertumbuhan bukan semata-mata diwujudkan dalam proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga mempunyai pilihan yang berlebih untuk melaksanakan proyek baru. Kemampuan yang berlebih ini bersifat tidak dapat diamati (*unobservable*) oleh karena itu diperlukan sebuah proksi. Pernyataan ini didukung oleh Kallapur dan Trombley dalam Wibowo (2013) yang menyatakan kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi oleh pihak-pihak di luar perusahaan. Semakin banyak proksi IOS yang menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan.

### **KERANGKA PEMIKIRAN DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS** **Reaksi pasar positif di sekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada**

## perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman ESOP yang telah dilakukan oleh Pratiwi (2014) menemukan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif di sekitar pengumuman ESOP. Hal ini didukung teori, dimana tujuan penerapan ESOP ini adalah untuk memberikan sinyal kepada investor tentang kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan yang akan berdampak pada kinerja perusahaan yang baik. Sehingga hal tersebut merupakan pengumuman terhadap berita baik (*good news*) cenderung akan meningkatkan *abnormal return* yang positif.

Dengan demikian, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

**H1 : Terdapat reaksi pasar positif di sekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek**

**Perbedaan reaksi pasar di sekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) antara perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dengan perusahaan berpotensi tumbuh rendah yang terdaftar di Bursa Efek**

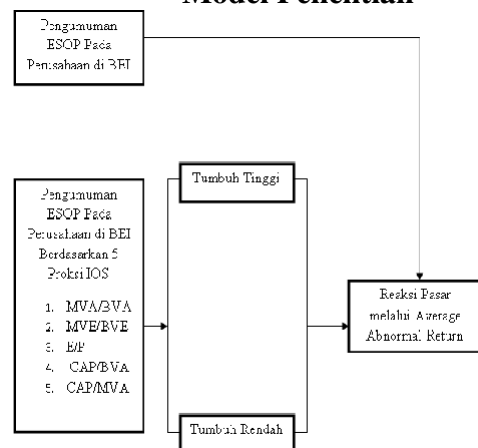
Reaksi investor terhadap pengumuman ESOP didukung informasi atas potensi perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan berpotensi tumbuh tinggi memiliki aktiva riil dan peluang investasi yang lebih baik untuk perkembangan perusahaan dibanding perusahaan berpotensi tumbuh rendah. Disisi lain, perusahaan berpotensi tumbuh tinggi cenderung mendominasi pangsa pasar dan berusaha meningkatkan kualitas produk dan

layanan dibanding perusahaan berpotensi tumbuh rendah. Oleh karena itu, perusahaan berpotensi tumbuh tinggi akan cenderung dinilai positif oleh investor dibanding perusahaan berpotensi tumbuh rendah.

Dengan demikian, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

**H2 : Terdapat perbedaan reaksi pasar di sekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) antara perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dengan Perusahaan berpotensi tumbuh rendah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.**

**Gambar 2.1  
Model Penelitian**



## METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah 64 perusahaan yang terdaftar di BEI, dan mengumumkan ESOP periode 1 Januari 2010 – 31 Desember 2013. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, yakni perusahaan yang tidak melakukan pengumuman lain seperti laporan keuangan, *right issue*, *dividen*, *marger*, dan *stock split* dan perusahaan memiliki kelengkapan

data laporan keuangan dan disajikan dalam rupiah. Sehingga didapatkan sampel sejumlah 38 perusahaan.

Dalam penelitian ini variabel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Reaksi pasar

Pengukuran yang digunakan dalam variabel reaksi pasar adalah dilihat pada 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman ESOP dengan menggunakan perhitungan *Average Abnormal Return* (AAR) yang merupakan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh seluruh pada hari ke-t. Untuk memperoleh nilai *abnormal return* terlebih dahulu dilakukan perhitungan atas nilai return realisasi dan return ekspektasi. Return ekspektasi (*expected return*) diperoleh dari hubungan model pasar dari setiap perusahaan, yaitu:

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

Keterangan

$E(R_{it})$  = *expected return* saham perusahaan I pada hari ke-t

$R_{mt}$  = *return* pasar pada hari ke-t

$\alpha_i + \beta_i$  = hasil regresi dari seluruh pada periode estimasi yaitu 30 hari perdagangan sebelum periode *event* t-35 sehingga t-5 dimana t-0 adalah hari pengumuman ESOP

*Actual return* saham dan *actual return* pasar yaitu:

$$\text{Rumus } \textit{actual return} \text{ saham } R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

$$\text{Rumus } \textit{actual return} \text{ pasar } R_{it} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Menghitung *abnormal return* harian untuk setiap saham I pada hari t berasal dari *diferensial* antara *actual return* dengan *expected return*, yaitu:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Penghitung nilai t statistik (t hitung) untuk masing-masing periode dengan rumus AAR, dan *standar deviasi* AAR, dengan rumus sebagai berikut:

$$AAR_{nt} = \frac{r_3}{\frac{t=r_2+1}{N}} A_{it}$$

Standar deviasi AAR dihitung dengan rumus yaitu:

$$\sigma_{ne} = \frac{\sum_{i=1}^n \sigma_{2ie}}{N}$$

Nilai t hitung:  $\frac{AAR_{nt}}{\sigma_{ne}}$

2. Pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) pada situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

3. IOS

IOS adalah set peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. Pengklasifikasian perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dan rendah dengan menggunakan 5 proksi *Investment Opportunity Set*, sebagai berikut:

a. MVA/BVA = (total aktiva – total ekuitas + (jumlah saham beredar x harga penutupan saham)) :

- (nilai buku total aktiva)
- b.  $MVE/BVE = \frac{\text{(jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham)}}{\text{(total ekuitas)}}$
- c.  $E/P = \frac{\text{(laba per lembar saham)}}{\text{(harga penutupan saham)}}$
- d.  $CAP/BVA = \frac{\text{(nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{\text{(nilai buku total aktiva)}}$
- e.  $CAP/MVA = \frac{\text{(nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{\text{(total aktiva} - \text{total ekuitas} + \text{(lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham)}}$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Gambaran Umum Responden

Pengujian model penelitian atau persamaan struktural berdasarkan analisis secara statistik yang dilakukan dengan menggunakan beberapa uji statistik untuk mendapatkan bukti empiris terhadap variabel yang diteliti dengan melihat signifikansi variabel persamaan. Pengujian yang dilakukan adalah menggunakan uji *one sample t-test* untuk melihat apakah terdapat reaksi pasar positif disekitar pengumuman ESOP diukur dengan melihat adanya *abnormal return* disekitar periode amatan yaitu t-5 sampai dengan t+5 pada hipotesis pertama. Sedangkan untuk hipotesis ke dua menggunakan uji statistik *independent sample t-test* untuk melihat perbedaan *abnormal return* disekitar pengumuman ESOP antara perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi dan perusahaan yang

berpotensi tumbuh rendah yang diseleksi melalui analisis faktor dengan proksi IOS yaitu MVA/BVA, MVE/BE, E/P, CAP/BVA, dan CAP/MVA. Setelah dilakukan penyeleksian sample, akan dilanjutkan dengan pengujian normalitas data untuk mengetahui apakah variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdistribusi normal atau tidak serta untuk melengkapi syarat sebelum dilakukannya pengujian statistik dengan *one sample t-test* dan *independent sample t-test*.

## Hasil Analisis Faktor

Tabel 1

### Nilai Eigenvalue dan Korelasi

Nilai Eigenvalue dan Korelasi dengan nilai-nilai IOS					
Faktor (Eigenvalue)	1	2	3	4	5
	2.48	1.581	0.818	0.077	0.046
	CAPMVA	CAPBVA	MVABVA	EP	MVEBVE
Faktor 1	0.829	0.801	-0.744	0.442	-0.634
Faktor 2	0.484	0.509	0.643	0.33	0.753

Sumber: Data Olahan SPSS

Berdasarkan tabel 1 bagian atas dapat dilihat bahwa faktor yang terbentuk dari hasil reduksi kelima proksi IOS tersebut ada dua faktor. Hal ini dapat terlihat pada angka eigenvalue yang diatas 1. Seperti pada faktor 1 dan 2 dimana angka eigenvalue masih diatas 1 yaitu sebesar 2.480 dan 1.581. Jadi dalam kasus ini, dua faktor dibutuhkan untuk menjelaskan hubungan timbal balik antar proksi IOS.

Kemudian berdasarkan tabel 1 bagian bawah menunjukkan faktor loading yaitu besarnya korelasi antara suatu variabel dengan faktor 1 atau faktor 2. Agar suatu variabel dikatakan mempunyai korelasi yang kuat, maka harus bernilai diatas 0.5. Seperti untuk korelasi CAPMVA dan CAPBVA terbesar terjadi pada faktor 1 yaitu sebesar 0.829 dan 0.801. Sedangkan untuk MVEBVE dan

MVABVA korelasi terbesar terjadi pada faktor 2 yaitu dengan faktor loading masing-masing 0.753 dan 0.643.

Penentuan perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh berdasarkan pada penjumlahan kedua faktor tersebut (fac\_1 dan fac\_2). Fac\_1 dan fac\_2 adalah variabel representatif dari CAPMVA, CAPBVA, MVABVA, EP, dan MVEBVE setelah diekstraksi dengan *common factor analysis*. Penjumlahan kedua faktor ini yang disebut dengan fac\_sum kemudian diperingkatkan. Dimana fac\_sum setiap perusahaan akan diurutkan dari nilai yang terbesar sampai yang terkecil. Seperti penelitian Subekti dan Wijaya Kusuma (2000) serta Iswahyuni dan Suryanto (2002), hasil dari fac\_sum tadi, 40% teratas dikategorikan sebagai perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi dan 40% terendah dikategorikan sebagai perusahaan yang berpotensi tumbuh rendah. Sedangkan yang 20% akan dihilangkan dari sampel karena dianggap kurang ekstrim untuk membedakan klasifikasi perusahaan.

### Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas data *abnormal return* dilakukan dengan menggunakan metode *kolmogorov-smirnov* untuk menguji data *abnormal return* selama *event window*.

Berdasarkan hasil uji normalitas, dapat diketahui selama *event window* (11 hari) memiliki signifikansi diatas  $\alpha=0.05$ . Hal ini berarti bahwa selama *event window* (11 hari) data terdistribusi secara normal.

### Hasil Pengujian Hipotesis

#### Pengujian Hipotesis 1 (Reaksi pasar di sekitar pengumuman

## ESOP pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Hipotesis Pertama**

Periode	AAR	CAAR	Thitung	Ttabel	Kesimpulan
t -5	0.0073	0.0073	1.439	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t -4	-0.0059	0.00142	-1.153	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t -3	-0.0077	-0.0063	-1.851	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t -2	0.00136	-0.0049	0.344	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t -1	-0.0054	-0.0103	-1.123	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t 0	-0.002	-0.0123	-0.459	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t +1	-0.0015	-0.0138	-0.42	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t +2	0.00989	-0.0039	2.431	1.687	H <sub>0</sub> ditolak
t +3	0.00281	-0.0011	0.558	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t +4	-0.0059	-0.007	-1.179	1.687	H <sub>0</sub> diterima
t +5	0.00652	-0.0005	1.442	1.687	H <sub>0</sub> diterima

Sumber: Data Olahan SPSS

Berdasarkan Tabel 2 diperoleh bahwa terdapat *abnormal return* positif signifikan disebut pengumuman *Employee Stock Ownership Program* pada t+2 dimana thitung > ttabel. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman ESOP direspon investor sebagai *good news*, sehingga cenderung akan meningkatkan *abnormal return* yang positif. Maka dapat disimpulkan **H<sub>1</sub> diterima** yaitu terdapat reaksi pasar positif di sekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP).

#### Pengujian Hipotesis 2 (Perbedaan reaksi pasar di sekitar pengumuman ESOP antara perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi dengan perusahaan yang berpotensi tumbuh rendah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Dari hasil uji hipotesis kedua, diperoleh *probability value* (sig)  $0,036 < \alpha 0,05$ . Selain itu nilai mean dari *Average Abnormal Return* (AAR) selama *event window* untuk perusahaan berpotensi tumbuh tinggi sebesar 0,0069 sementara nilai mean dari *Average Abnormal Return* (AAR) selama *event window* untuk

perusahaan berpotensi tumbuh rendah sebesar -0,0008. Sehingga reaksi pasar di sekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* pada perusahaan berpotensi tumbuh tinggi bereaksi positif dibandingkan reaksi pasar di sekitar pengumuman *Employee Stock Ownership Program* pada perusahaan berpotensi tumbuh rendah. Hal ini menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap pengumuman ESOP didukung informasi atas potensi perusahaan di masa yang akan datang. Maka dapat disimpulkan **H<sub>2</sub> diterima** yaitu terdapat perbedaan reaksi pasar di sekitar pengumuman ESOP antara perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi dengan perusahaan yang berpotensi tumbuh rendah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## **SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada terdapat reaksi pasar positif selama *event window* yakni pada hari ke-2 setelah pengumuman ESOP. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman ESOP direspon investor sebagai *good news*, sehingga cenderung akan meningkatkan *abnormal return* yang positif. Sedangkan untuk hipotesis kedua menunjukkan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar di sekitar pengumuman ESOP antara perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dengan perusahaan berpotensi tumbuh rendah, dimana perusahaan berpotensi tumbuh tinggi pasar bereaksi positif dibandingkan dengan perusahaan berpotensi tumbuh rendah. Hal ini menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap pengumuman ESOP didukung informasi atas potensi perusahaan di masa yang akan datang.

### **Keterbatasan**

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah periode penelitian yang singkat. Dimana periode penelitian ini hanya 4 tahun yakni dari tahun 2010 sampai dengan 2013. Sehingga sampel yang didapat tidak terlalu banyak, yakni 38 perusahaan.

### **Saran**

Berdasarkan kesimpulan yang telah dikemukakan diatas, maka penulis menyarankan agar:

#### 1. Bagi Akademisi dan Peneliti

Bagi para peneliti selanjutnya diharapkan memperpanjang rentang periode penelitian dan disarankan juga untuk mencoba melihat pengaruh pengumuman *Employee Stock Ownership Program* (ESOP) terhadap variabel-variabel lainnya seperti kinerja perusahaan, sehingga dapat mengembangkan referensi-referensi penelitian khususnya mengenai ESOP.

#### 2. Bagi Perusahaan

Bagi perusahaan, informasi yang diperoleh dari penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam pelaksanaan program *Employee Stock Ownership Program* (ESOP).

#### 3. Bagi Investor.

Bagi investor sebagai penanam modal dalam menanggapi ESOP yang diputuskan akan diadopsi oleh perusahaan publik sebaiknya mempertimbangkan potensi perusahaan dalam menunjukkan pertumbuhannya. Sebab perusahaan berpotensi tumbuh tinggi memiliki aktiva riil dan peluang investasi yang lebih baik untuk perkembangan perusahaan, sehingga hal ini akan membawa pengaruh pada

kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan.

Universitas Udayana.  
Denpasar.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim, dan Goyal, Vidhan K. 1999. *The Investment Opportunity Set and It's Proxy Variables: Theory and Evidence, Finance Workshop Hongkong University of Science and Technology.*
- Anugrah, Anthi Dwi Putriani. 2010. *Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Manufaktur. Skripsi.* Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ayu, Putu Cita. 2014. *Pengaruh Proporsi Opsi Harga Eksekusi pada Return Saham dalam Pelaksanaan ESOP di Indonesia.* Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana 3.5, pp 245-256.
- Bapeppam, 2002. *Studi Tentang Penerapan ESOP (Employee Stock Ownership Plan) Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia.* Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Dadri, Putu Terestiani. 2011. *Pengaruh Investment Opportunity Set dan Struktur Modal terhadap Return Saham pada Perusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia.* Tesis. Program Studi Manajemen.
- Fitrijanti, Tettet., dan Jogiyanto Hartono. *Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen.* Makalah Simposium Nasional Akuntansi III. pp 851-877.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS.* Semarang: Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Herdinata, C. 2012. *Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Employee Stock Ownership Program.* Jurnal Keuangan dan Perbankan 16. pp 77-85.
- Iswahyuni, Yetti. 2001. *Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendanaan, Dividen, Perubahan Harga Saham, dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta dengan Pendekatan Asosiasi Investment Opportunity Set (IOS).* Tesis. Program Studi Magister Akuntansi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jogiyanto. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi.* Yogyakarta: BPFE
- Kodrat, David Sukardi., dan Christian Herdinata. 2009. *Reaksi Pasar di Sekitar Pengumuman ESOP antara Perusahaan dengan Tingkat*

*Potensi Pertumbuhan Tinggi dengan Perusahaan dengan Tingkat Potensi Pertumbuhan Rendah dan Kinerja Perusahaan Sebelum Sesudah Pelaksanaan ESOP Di Bursa Efek Indonesia. Jurnal. Yogyakarta: Graha Ilmu.*

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. Jurnal. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya.*

Napratwi, M. V. Agutina. 2004. *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set terhadap Return Saham. Tesis. Program Studi Magister. Universitas Gadjad Mada. Yogyakarta.*

Pratiwi, Ika Vedanti. 2014. *Reaksi Pasar Di Sekitar Peristiwa Pengumuman ESOP Dan Pengaruhnya Terhadap Abnormal Return. Jurnal. Fakultas Ekonomi. Universitas Udayana. Denpasar.*

Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods For Business. Jakarta: Salemba Empat.*

Subekti, Imam., dan Indra Wijaya Kusuma. 2000. *Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pandangan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. Simposium Nasional Akuntansi III. pp. 820-850.*

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

Wibowo, Andreas Asman Agung. 2013. *Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Return Saham dengan Employee Stock Option Plans (ESOP) sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia. Skripsi. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Diponegoro. Semarang*

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

[www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)