

HARGA REFERENSI DAN RETURN EXPECTATION DALAM EMPLOYEE STOCK OF OPTION PLAN

Ida Bagus Putra Astika

Universitas Udayana

This study take-up moderation issue of the price reference toward the influence of the number of stock executed on the potential stock return in the ESOP. ESOP represents a program aiming to give opportunity to employees especially to the executives to have shares by stock option, because employees have given services to company as means to motivate employees especially the executives to improve their performance. Establishment of the potential stock return or investment prospect over earnings management trigger wealth transfer from the principal's to the agent. The number of samples are the 39 entities and generate 116 observations. These samples are chosen by purposive sampling for entities adopting ESOP since 1999 up to 2010. By using moderated regression analysis, it is found that the number of stock executed significantly affect the potential return in the ESOP, and the exercise price could moderate the influence of the number of stock executed on the potential return in the ESOP.

Keywords: Employee Stock of Option Plan (ESOP), Number of Stock Executed, Exercise Price, and Potential Return.

PENDAHULUAN

Hubungan antara agen dengan para prinsipalnya (keagenan) memiliki fenomena yang kompleks. Kompleksitas tersebut cenderung simetris dengan konten keputusan yang diambil, baik oleh agen maupun oleh para prinsipal karena setiap pengambilan keputusan diwarnai dengan asimetri informasi. Gambaran inilah menjadikan hubungan keagenan masih relevan untuk dibahas. Dalam program bonus misalnya para eksekutif melakukan manajemen laba yang memiliki pola meningkatkan laba (Healy, 1985; Watts and Zimmerman, 1986; Holthausen, *et al.*, 1995) dengan tujuan agar bonus yang diperolehnya lebih besar dari yang semestinya. Kalau laba suatu entitas dibuat meningkat maka peningkatan tersebut juga akan merespon positif oleh para pelaku pasar (*investors*) sehingga mendorong terjadinya peningkatan harga pasar saham entitas tersebut (Ball and Brown, 1968). Peningkatan harga pasar saham inilah yang menjadikan kepemilikan saham *shareholders* mengalami peningkatan nilai.

Fenomena kepemilikan saham oleh para eksekutif entitas bisnis merupakan salah satu bentuk strategi yang ditetapkan oleh *principals* dengan tujuan mengikat mereka supaya meningkatkan kinerja yang berdampak pada peningkatan nilai entitas tersebut. Kepemilikan saham yang tinggi memiliki pengaruh positif pada kinerja (Mehran, 1995; Sanders, 1999), karena kepemilikan saham oleh para eksekutif maupun oleh karyawan akan menumbuhkan perasaan (*feeling*) yang berhubungan

dengan kepuasan, komitmen sehingga menumbuhkan kontrol (*self controll*) terhadap operasional entitas (Quintero *et al.*, 1997; Iqbal, 2000). Ditinjau dari sistem distribusi, terdapat beberapa pola yang dapat ditempuh agar mereka memiliki saham entitas, antara lain dengan pola saham bonus, pemberian dengan cuma-cuma, pembelian oleh eksekutif maupun oleh karyawan melalui program opsi saham karyawan yang lebih dikenal dengan *employee stock option plan* (ESOP) dan sistem lainnya. Jika dihubungkan antara serangkaian sistem yang ada dengan sifat oportunistik para eksekutif maka dapat dipastikan bahwa mereka akan memilih sistem yang menguntungkan yaitu para eksekutif akan memilih sistem yang dapat menjual saham yang diperoleh dengan segera. Dalam sistem bonus saham misalnya, para eksekutif cenderung menjual saham entitasnya segera setelah saham bonus tersebut diperolehnya, demikian juga dalam sistem pemberian dengan cuma-cuma maupun pembelian dengan kemudahan tertentu. Kalau penjualan saham yang menjadi tujuan para eksekutif maupun karyawan maka kepemilikan saham dengan sistem tersebut tidak dapat diharapkan untuk meningkatkan kinerja sesuai harapan para prinsipal, dan tentu mereka tidak menginginkan kondisi itu terjadi. Mereka tentu akan mencari jalan keluar yang lebih baik supaya para eksekutif dan karyawan berkinerja ekstra dalam jangka waktu yang relatif lebih lama jika dihubungkan dengan motivasi kepemilikan saham suatu entitas. ESOP merupakan salah satu bentuk program kepemilikan saham oleh karyawan (dalam arti luas) yang paling memungkinkan untuk diadopsi jika dikaitkan dengan kinerja pengelola versus motivasi kepemilikan. Dalam program tersebut para karyawan diberikan kesempatan untuk memiliki saham entitas dengan cara menerbitkan opsi saham terlebih dahulu dan

mereka dapat membeli saham entitasnya pada saat opsi jatuh tempo dengan harga pembelian yang telah ditetapkan dimuka (harga eksekusi) atau pada saat opsi saham diumumkan. Dengan sistem ini para prinsipal dapat berharap munculnya rasa memiliki entitas oleh karyawan dalam jangka waktu yang lebih panjang. Dalam pelaksanaan ESOP terdapat beberapa tahapan (*event*) yaitu tahap pengumuman, tahap hibah opsi dan tahap eksekusi saham. Di Indonesia pergeseran waktu ke setiap tahapan membutuhkan waktu antara 1 sampai 3 tahun. Pada tahap eksekusi barulah para pemegang opsi dapat membeli saham entitasnya dengan harga eksekusi yang sudah disepakati. Disamping faktor harga yang ditentukan dimuka, saham entitas yang diperoleh melalui program opsi baru boleh dijual setelah rata-rata setelah tiga tahun (Astika, 2007). Bagi para eksekutif, program ESOP memiliki potensi keuntungan (prospek). Prospek ini muncul dari selisih antara harga eksekusi dengan harga pasar. Besarnya potensi keuntungan sangat tergantung pada nilai atau harga eksekusi. Adanya negosiasi dalam menentukan harga eksekusi saham entitas menjelang pengumuman ESOP membuka peluang bagi para eksekutif untuk melakukan manajemen laba dengan tujuan mempengaruhi harga pasar saham agar menurun menjelang pengumuman. Dengan demikian harga yang digunakan sebagai dasar untuk membeli atau mengeksekusi saham entitas saat opsi jatuh tempo adalah harga pasar saham yang sudah dipengaruhi oleh manajemen laba.

Setelah harga eksekusi disepakati, mereka yang sudah terdaftar untuk mengikuti program ESOP atau yang menerima hibah opsi saham merasa sudah memiliki saham entitasnya dan mereka berusaha untuk meningkatkan harga pasar saham tersebut dengan cara meningkatkan kinerja atau melakukan manajemen laba yang

bersifat *income increasing* (Asyik, 2005; Astika, 2008). Apa yang dilakukan karyawan bertujuan untuk meningkatkan nilai kepemilikan, khususnya nilai saham yang akan dimiliki pada saat opsi jatuh tempo. Dengan langkah tersebut mereka membentuk prospek berupa potensi keuntungan atau return ekspektasian sebesar selisih antara harga pasar saham ($t_{+,i}$) dengan harga pasar saham saat pengumuman dilakukan (t_0) dari saham yang akan dieksekusinya. Semakin rendah harga eksekusi maka peluang untuk menikmati return ekspektasian semakin besar atau prospek keuntungannya semakin tinggi, demikian juga sebaliknya. Disisi yang lain, dalam pasar modal berlaku hukum pasar dan harga saham ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Disamping itu, eksekutif tidak selamanya dapat mempengaruhi harga pasar saham entitasnya melalui penerbitan informasi yang bersifat *goodnews* karena dalam akuntansi berlaku hukum besi (*iron law*). Dalam paper ini akan dibahas volume saham yang eksekusi berpengaruh pada return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP, dan apakah harga eksekusi memoderasi pengaruh volume saham yang dieksekusi pada return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP

KAJIAN TEORITIS

Studi ini membahas perilaku karyawan yang membentuk prospek investasi melalui penguasaan saham entitas dalam pelaksanaan program opsi saham. Karyawan tentu menyadari kalau keputusan investasi dalam saham khususnya saham entitasnya sendiri dapat berpotensi rugi namun juga memiliki peluang untuk mendapatkan keuntungan. Mereka akan berusaha menghindari dari segala bentuk kerugian dan berupaya mendapatkan keuntungan dalam investasi tersebut, salah satunya dengan menggunakan media informasi akuntansi (Aboody and Kasznik, 2000) khususnya informasi laba melalui kegiatan

manajemen laba (*earnings management*).

Opsi saham merupakan hak beli saham dengan harga tertentu yang umumnya diberikan kepada para eksekutif perusahaan karena jasanya mengoperasikan perusahaan dalam jangka waktu tertentu (Machfoedz, 1999). Program opsi saham memberikan kesempatan kepada karyawan untuk memiliki saham entitas melalui pemberian (hibah) opsi saham karena jasanya. Opsi saham yang dihibahkan tersebut mengandung potensi nilai ekonomis karena berhubungan dengan keuntungan di masa depan. Secara psikologi para eksekutif yang akan menguasai opsi dan saham entitasnya, menginginkan supaya potensi/kepemilikan tersebut memiliki nilai (*value*). Untuk mencapai maksud tersebut mereka dapat melakukan dua tindakan. *Pertama*, meningkatkan kinerja. Program kompensasi erat hubungannya dengan usaha keras para karyawan yang pada umumnya didasarkan pada dua pola pengukuran yaitu laba bersih dan harga pasar saham perusahaan. Mereka akan menjadi lebih produktif jika perkiraan nilai kepemilikannya meningkat. Peningkatan nilai inilah yang menjadikan para pemegang opsi saham maupun pemegang saham entitasnya sangat berkepentingan dengan harga pasar sahamnya (Mehran, 1995; Sanders, 1999). *Kedua*, Eksekutif melakukan pengaturan informasi yang bersifat berita baik (*good news*) dan harga pasar saham entitasnya mengalami peningkatan sebagai akibat adanya berita baik tersebut segera setelah mereka menerima opsi saham (Yermark, 1977, Astika, 2008). Asyik (2005) dan Astika, (2008) menemukan bahwa para *eksekutif* perusahaan di Indonesia melakukan manajemen laba dengan cara menurunkan jumlah laba yang dilaporkan menjelang hibah opsi saham dan melakukan manajemen laba dengan cara meningkatkan jumlah laba yang dilaporkan setelah hibah opsi saham.

Program opsi saham memberikan kesempatan kepada karyawan untuk memiliki saham perusahaan dalam jangka waktu tertentu (IAI, 1998). Iqbal (2000) menjelaskan bahwa program opsi saham merupakan suatu cara yang digunakan untuk menyelaraskan kepentingan jangka panjang antara pemegang saham dengan para eksekutif dengan menghargai kinerja jangka panjang mereka serta untuk menarik atau mendapatkan eksekutif-eksekutif yang berkualitas.

Teori Prospek (*Prospect Theory*)

Kim (1992) dan Brown *et al.* (2002) menjelaskan bahwa teori prospek (*prospect theory*) dalam akuntansi dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979). Teori ini diadopsi dari bidang ilmu psikologi yang bekerja dengan asumsi 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 lebih menyukai risiko ketika berada dalam domain rugi dan menghindari risiko dalam domain laba.

Teori prospek mempertimbangkan faktor hasil dan probabilitas, sehingga nilai-nilai berasosiasi dengan hasil, serta bobot keputusan berasosiasi dengan probabilitas. Hasilnya diwujudkan dalam bentuk deviasi positif (laba) atau negatif (rugi) yang ditentukan dari nilai referensi (*neutral outcome*) dengan nilai = 0 (nol). Faktor selanjutnya yang mendapatkan perhatian dari teori ini adalah perlakuan terhadap probabilitas ketidakpastian hasil yaitu nilai yang dihasilkan dari probabilitas dikalikan dengan bobot keputusan, merupakan fungsi monotonis probabilitas. Dalam teori prospek fungsi nilai individu berbentuk S. Fungsi nilai tersebut merupakan fungsi utilitas dengan garis cembung sebagai

keuntungan dan cekung sebagai kerugian. Fungsi ini berhubungan dengan bobot keputusan yang bersifat menanggung risiko (*gambling*). Bagian kurve dengan fungsi nilai rugi lebih curam dibanding dengan kurve jika untung yang menunjukkan bahwa individu membuat keputusan relatif lebih berisiko apabila berada dalam kondisi rugi dan membuat keputusan yang lebih berhati-hari apabila dalam kondisi untung.

Teori prospek menekankan pentingnya suatu acuan untuk menentukan pilihan dari berbagai pilihan atau prospek yang ada. Penempatan referensi merupakan jalan keluar dari masalah keputusan. Setiap individu yang terlibat dalam pengambilan keputusan akan dapat mengevaluasi hasil yang dicapai melalui nilai referensi dengan kecekungan domain kerugian dan kecembungan domain keuntungan.

Hipotesis

Para eksekutif entitas bisnis yang memiliki sifat *risk taker* akan melihat prospek dalam pelaksanaan program opsi saham dan memanfaatkan kesempatan yang tersedia untuk memaksimalkan kepemilikannya. Mereka mempengaruhi harga pasar saham entitasnya melalui manajemen laba dengan menggunakan diskresi akrual, sehingga mereka dapat menurunkan dan meningkatkan jumlah laba akuntansi yang dilaporkan. Di Indonesia secara umum harga eksekusi saham ditentukan dari rata-rata harga pasar saham entitas yang terjadi (± 25 hari) sebelum program disosialisasikan (pengumuman). Harga inilah yang dipengaruhi oleh para eksekutif melalui informasi laba. Laba yang diumumkan merupakan produk manajemen laba yang dilakukan dengan pola menurunkan nilai laba (*income decreasing*) menjelang pengumuman maupun menjelang hibah opsi saham (Baker *et al.*, 2002; Chauvin and Shenoy, 2001; Asyik, 2005; Astika, 2008).

Sebagai calon pemegang opsi saham

maupun saham entitasnya, karyawan memiliki insentif untuk meningkatkan harga pasarnya. Peningkatan harga tersebut akan membentuk *return* ekspektasian dari selisih antara harga pasar saham perusahaan dengan harga eksekusi yang diputuskan sebelum pengumuman. Pada tahapan setelah hibah opsi saham terdapat fenomena bahwa para eksekutif melakukan manajemen laba dengan motif meningkatkan nilai kepemilikannya. Fenomena tersebut telah dibuktikan secara empiris oleh Yermak (1977), Asyik (2005) dan Astika (2008). Mereka menemukan bahwa para eksekutif entitas melakukan pengaturan informasi dan harga pasar saham entitas tersebut meningkat sebagai akibat adanya berita baik segera setelah pengumuman atau setelah karyawan khususnya eksekutif menerima opsi saham. Berdasarkan argumen tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H_1 : Volume saham yang dieksekusi pada saat opsi jatuh tempo berpengaruh pada return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP.

Manajemen laba yang dilakukan oleh karyawan khususnya para eksekutif entitas bisnis dalam pelaksanaan ESOP selaras dengan logika teori prospek (Kahneman dan Tversky, 1979) yang menyatakan bahwa individu-individu lebih terfokus pada prospek laba atau keuntungan dan prospek rugi. Teori ini menggunakan nilai referensi untuk menentukan apakah opsi saham yang dimiliki telah memiliki return ekspektasian atau sebaliknya masih mengandung potensi rugi. Nilai referensi yang tepat yaitu harga eksekusi 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 me-

nyajikan berita baik sehingga harga pasar saham akan bergerak naik sampai diatas nilai referensi yang telah ditetapkan. Di Indonesia, harga eksekusi saham dalam ESOP ditentukan pada saat pengumuman dan hibah opsi saham. Harga yang disepakati pada saat itu merupakan produk manajemen laba. Para eksekutif melakukan manajemen laba menjelang pengumuman untuk mendapatkan harga pengambilan hak atas saham perusahaan yang rendah (Baker *et al.*, 2002; Chauvin and Shenoy, 2001; Asyik, 2005; Astika, 2008, 2010). Harga tersebut digunakan sebagai nilai referensi ketika mereka berkeinginan meningkatkan nilai kepemilikannya. Gambaran tersebut sekaligus juga 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). Posisi cembung kurve S yang berada diatas nilai referensi juga menggambarkan bahwa tambahan (delta atau perubahan) nilai yang semakin rendah atau menurun. Berdasarkan argumen diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H_2 : Harga eksekusi mampu memoderasi pengaruh volume saham yang dieksekusi pada return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP.

METODOLOGI PENELITIAN

Data

Data yang digunakan dalam studi ini adalah data skunder berupa tanggal pengumuman, tanggal hibah, tanggal eksekusi saham, jumlah opsi yang dihibahkan serta harga jual yang disepakati saat opsi jatuh tempo, jumlah opsi yang jatuh tempo, jumlah saham yang dieksekusi, dan harga pasar saham saat eksekusi dilakukan. Jumlah entitas publik yang melaksanakan ESOP sampai tanggal 31 Desember 2010 sebanyak 40 entitas. Observasi difokuskan

pada 39 entitas (*purposive sampling*) dan dari jumlah tersebut diperoleh 116 amatan.

Variabel - Variabel

Studi ini menggunakan 3 (tiga) jenis variable yaitu variable dependen, independen, dan variable moderasi (kontijensi). Variabel dependen adalah return ekspektasian, merupakan perbedaan harga pasar saham saat eksekusi dilakukan dengan harga eksekusi yang telah ditetapkan (harga referensi). Return ekspektasian disebut dengan prospek. Nilai ini memiliki sifat absolut dan agar tidak memunculkan masalah normalitas residual maka disajikan dalam ln (lnpros). Variabel independen adalah volume saham yang dieksekusi pada saat opsi jatuh tempo. Variabel ini diproksi dengan volume saham yang dieksekusi dibagi dengan volume opsi yang dihibahkan (ekshib). Variabel moderasi (kontijensi) adalah harga eksekusi yang merupakan harga beli saham yang disepakati pada saat opsi jatuh tempo. Nilai ini merupakan nilai referensi yang dapat digunakan untuk menentukan apakah pemegang opsi saham maupun saham entitas memiliki prospek yang menguntungkan atau menderita kerugian. Variabel harga eksekusi selanjutnya diinteraksikan dengan variable independen ekshib dan hasil interaksi ini disajikan dalam bentuk ln dengan simbol lninter. Harga eksekusi juga memiliki sifat absolut sehingga diperlakukan sama agar tidak memunculkan masalah normalitas

residual. Simbul yang digunakan adalah lnhareks.

Model Analisis

Hipotesis diuji dengan menggunakan model regresi moderasi (*moderated regression analysis atau MRA*) dengan terlebih dahulu melakukan pengujian dengan menggunakan analisis regresi sederhana (*simple regression analysis*) dan analisis regresi berganda (*multiple regression analysis*). Spesifikasi model yang digunakan dapat dirumuskan seperti berikut ini.

$$\text{Lnpros} = \alpha + \beta \text{ Ekshib} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Lnpros} = \alpha + \beta_1 \text{ Ekshib} + \beta_2 \text{ lnhareks} + \beta_3 \text{ lninter} + \varepsilon \quad (2)$$

Keterangan:

$$\text{lninter} = \text{Ln}(\text{ekshib} \cdot \text{hareks})$$

Variabel nilai referensi (hareks) dikatakan mampu memoderasi pengaruh volume saham yang dieksekusi (ekshib) pada return ekspektasian atau prospek (lnpros) jika *p-value* dari nilai interaksi ln(ekshib*hareks) < 5% dan mampu mengangkat nilai R² secara signifikan.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada tabel 1 diringkas statistik deskriptif variabel yang diteliti dari entitas yang dijadikan sampel secara keseluruhan dalam rangka menguji pengaruh jumlah saham yang dieksekusi pada perbedaan harga saham (selisih harga antara harga eksekusi dengan harga pasar saham saat ekskusi saham dilakukan).

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	N	Mean	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
Inpros	116	6,3428	1,7587	1,6100	11,3900
ekshib	116	0,2853	0,2737	0,0032	1,0568
lnhareks	116	6,5871	1,1097	3,9100	9,1700
lninter	116	4,7775	1,4621	0,6900	7,7800

Keterangan:

- Lnpros = ln return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP
 Ekshib = % jumlah saham yang dieksekusi dari jumlah opsi yang dihibahkan.
 Lnharek = ln harga eksekusi
 Lninter = lninteraksi antara ekshib dan hareks

Nilai *mean* Lnpros adalah 6,3428, dan nilai minimum 1,6100 dan nilai maksimum 11,3900 dengan deviasi standar 1,7587. Gambaran ini menunjukkan bahwa saat eksekusi dilakukan terdapat selisih harga yang bersifat positif artinya saham tersebut memiliki return ekspektasian atau prospek yang menguntungkan karena nilai *mean* > 1. Jika dikaitkan dengan kurve teori prospek nilai *mean* berada pada posisi diatas nilai referensi atau pada posisi cembung.

Nilai *mean* ekshib adalah 0,2853. Nilai minimum 0,0032 dan nilai maksimum 1,0568 dengan standar deviasi 0,2737. Gambaran ini menunjukkan bahwa rata-rata pemegang opsi sudah menggunakan haknya untuk mengeksekusi saham sebesar 2,85% dari jumlah opsi yang dihibahkan. Nilai deviasi standar yang mendekati nilai *mean* juga

menggambarkan bahwa variasi yang cenderung tinggi.

Nilai *mean* Lnharek adalah 6,5871. Nilai minimum 3,91 dan nilai maksimum 9,17 dengan deviasi standar 1,1097. Gambaran ini menunjukkan bahwa rata-rata harga eksekusi sebesar 6,587 atau setara 725. *Mean* Lninter adalah 4,7775. Nilai minimum 0,69 dan nilai maksimum 7,78 dengan deviasi standar 1,4621.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik untuk model regresi pada studi ini terdiri dari 3 (tiga) uji, yaitu uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Uji multikolinearitas tidak dilakukan karena dalam model regresi hanya terdapat satu variabel bebas.

Tabel 2
Uji Asumsi Klasik

$$\text{Lnpros} = \alpha + \beta_1 \text{Ekshib} + \beta_2 \text{Lnharek} + \beta_3 \text{Ln(ekshib*harek)} + \epsilon$$

Normalitas	Multikolinearitas	Autokorelasi			Heteroskedastisitas
K.S	Tolerance	du	4-du	dw	Uji Glejser
0,548	0,252 – 0,334	1,604	2,396	2,127	0,900

Tabel 2 menggambarkan bahwa persamaan regresi telah lolos dari uji asumsi klasik, dimana residunya berdistribusi normal, tidak terjadi multikolinearitas, heteroskedastisitas dan tidak terjadi

autokorelasi. Pengujian hipotesis¹ dalam studi ini dilakukan dengan analisis regresi sederhana. Hasil regresi tersebut dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3
Hasil Regresi Pengujian Hipotesis
 $\text{Lnpros} = \alpha + \beta (\text{Ekshib}) + \epsilon$

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6,812	0,230		29,681	
	Ekshib	-1,645	0,582	-0,256	-2,827	
	R ² (Adjusted R ²)	0,066 (0,057)				
	F	7,994***				

- Lnpros = ln return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP
- Ekshib = % jumlah saham yang dieksekusi dari jumlah opsi yang dihibahkan.
- Lnhareks = ln harga eksekusi
- Lninter = ln(ekshib*haref) yaitu interaksi antara variable ekshib dengan hareks
- *** = Signifikan pada 1%

Nilai R² menyatakan bahwa kontribusi variable ekshib yaitu persentase opsi saham yang sudah digunakan untuk mengeksekusi saham entitas mampu menjelaskan return ekspektasian yang dinikmati oleh para pemegang saham dalam pelaksanaan ESOP sebesar 6,6% Artinya, terdapat faktor lain diluar model sebesar 93,4 % yang mempengaruhi peningkatan harga pasar saham tersebut. Nilai F sebesar 7,994 (0,006), R² (0,085) dan nilai t (0,000) menunjukkan bahwa model regresi layak dipergunakan untuk memprediksi return ekspektasian para pemegang saham dalam pelaksanaan ESOP (Gozali, 2009).

Tabel 3 juga menunjukkan bahwa variabel ekshib memiliki nilai koefisien parameter -1,645 dengan nilai $t_{hitung} = -2,827$ dan tingkat signifikansi 0,006 lebih kecil dari $\alpha = 0,01$. Pengujian hipotesis dalam studi ini merupakan uji dua sisi. Signifikansi menggambarkan bahwa statistik uji jatuh pada daerah penolakan H₀, sehingga keputusan yang diambil adalah H₀ ditolak dan H₁ diterima. Jadi, dapat dikatakan

bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa jumlah saham yang eksekusi berpengaruh pada return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP tidak dapat ditolak. Jika dikaitkan dengan teori prospek dan hasil studi sebelumnya, berarti para eksekutif terbukti memanfaatkan peluang ESOP untuk membentuk prospek keuntungan berupa return saham ekspektasian yang dilakukan melalui manajemen laba dengan pola *income increasing* dimulai setelah kesepakan harga eksekusi ditentukan (Baker *et al.*, 2002; Chauvin and Shenoy, 2001; Asyik, 2005; Astika, 2008). Koefisien b yang memiliki tanda (-) menggambarkan bahwa semakin besar jumlah saham dieksekusi oleh para pemegang opsi saham maka return ekspektasiannya semakin kecil karena perubahan harga pasar saham entitas tersebut semakin menurun.

Pengujian hipotesis2 dalam studi ini dilakukan dengan analisis regresi moderasi. Hasil regresi tersebut dapat dilihat pada tabel 3.4 berikut.

Tabel 4
Hasil Regresi Pengujian Hipotesis

$$\text{Lnpros} = \alpha + \beta_1 \text{Ekshib} + \beta_2 \text{Inharef} + \beta_3 \text{In(ekshib*haref)} + \epsilon$$

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,621	1,016		2,580	0,011
	ekshib	-2,739	0,828	-0,426	-3,310	0,001***
	Inhareks	0,272	0,217	0,171	1,250	0,214
	Ininter	0,568	0,178	0,472	3,185	0,002***
R ² (Adjusted R ²)		0,379 (0,363)				
F		22,798***				

- Lnpros = In return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP
 Ekshib = % jumlah saham yang dieksekusi dari jumlah opsi yang dihibahkan.
 Inhareks = In harga eksekusi
 Lninter = In(ekshib*haref) yaitu interaksi antara variable ekshib dengan hareks
 *** = Signifikan pada 1%

Nilai R² (*adjusted*) sebesar 37,9% (36,3%) menyatakan bahwa variasi variable ekshib, Inhareks dan Lninter mampu menjelaskan Lnpros (return ekspektasian) yang dinikmati oleh para pemegang saham dalam pelaksanaan ESOP sebesar 37,9%. Artinya, terdapat faktor lain diluar model sebesar 62,1% yang mempengaruhi peningkatan harga pasar saham tersebut. Nilai ini meningkat secara signifikan dari R² (0,066) sebelumnya yang menggambarkan bahwa variabel Inhareks atau In harga eksekusi mampu memoderasi pengaruh variabel ekshib pada variabel Lnpros. Artinya, pengaruh variabel ekshib pada variabel Lnpros sangat ditentukan oleh variabel Inhareks.

Nilai F sebesar 22,798 (0,000), R² (0,379) dan nilai t dengan signifikansi masing-masing (0,001; 0,214 dan 0,002) menunjukkan bahwa model regresi layak dipergunakan untuk memprediksi return ekspektasian para pemegang saham dalam ESOP (Gozali, 2009).

Tabel 4 juga menunjukkan bahwa variabel Lninter memiliki nilai koefisien

parameter 0,568 dengan nilai $t_{hitung} = 3,185$ dan tingkat signifikansi 0,002 lebih kecil dari $\alpha = 0,01$. Pengujian hipotesis dalam studi ini merupakan uji dua sisi. Signifikansi menggambarkan bahwa statistik uji jatuh pada daerah penolakan H₀, sehingga keputusan yang diambil adalah H₀ ditolak dan H₁ diterima. Jadi, dapat dikatakan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa nilai eksekusi mampu memoderasi pengaruh jumlah saham yang eksekusi pada terbentuknya return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP tidak dapat ditolak.

Jika dikaitkan dengan teori prospek, peran nilai referensi yang diprosi dengan Inhareks sangat menentukan besarnya return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP. Demikian juga jika dikaitkan dengan manajemen laba, maka semakin tinggi manajemen laba yang dilakukan dengan pola *income decreasing* maka nilai referensi akan semakin rendah dan return ekspektasian menjadi semakin besar, demikian sebaliknya. Statemen ini didukung oleh koefisien b yang memiliki tanda positif (+).

KESIMPULAN

Jumlah saham yang dieksekusi berpengaruh pada return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP. Pernyataan tersebut didukung hasil regresi sederhana (OLS) yaitu variabel ekshib berpengaruh pada variabel Inpros dengan nilai koefisien parameter -1,645, nilai $t_{hitung} = -2,827$ dan tingkat signifikansi 0,006, lebih kecil dari $\alpha = 0,0$. Nilai eksekusi (Inhareks) mampu memoderasi pengaruh jumlah saham yang eksekusi pada return ekspektasian dalam pelaksanaan ESOP. Pernyataan tersebut didukung hasil regresi moderasi yaitu variabel Ininter (ln(ekshib*haref)) berpengaruh pada variable Inpros dengan nilai koefisien parameter 0,568, nilai $t_{hitung} = 3,185$ dan tingkat signifikansi 0,002, lebih kecil dari $\alpha = 0,01$. Kemampuan memoderasi juga ditunjukkan oleh nilai R^2 (*adjusted*) sebesar 37,9% (36,3%) > dari R^2 (0,066) sebelumnya walaupun sebenarnya studi ini tidak menggunakan konsistensi hasil studi sebelumnya sebagai alasan untuk menentukan moderasi, tapi menggunakan sifat variable harga eksekusi yang memiliki sifat kontinjen. Nilai eksekusi berfungsi sebagai nilai referensi dalam teori prospek.

REFERENSI

- Abody, D.; R., Kasznik. (2000). CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting & Economics* 29, 73-100.
- Asyik, N. F. (2005). Dampak Pernyataan dan Nilai Wajar Opsi Saham pada Pengaruh Magnituda Kompensasi Program Opsi Saham Karyawan (POSK) terhadap Pengelolaan Laba serta Pengaruh Ikutannya pada Nilai Interinsik Opsi. *Desertasi*, Program Magister Sain dan Doktor FE UGM.
- Astika, I.B. Putra (2007). Perilaku Oportunistik Eksekutif dalam Pelaksanaan Program Opsi Saham Karyawan. *Desertasi*, Program Magister Sain dan Doktor FE UGM.
- Astika, I.B. Putra (2008). Perilaku Eksekutif dalam Menentukan Return Ekspektasian Melalui Program Opsi Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.11, No. 3.
- Ball, R.; P., Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6, Autumn: 159 - 178.
- Baker, T.; D., Collins.; A., Reitenga. (2002). Stock Option Compensation and Earning Management Incentive. *Working Paper*.
- Bapepam. (2002). Studi Tentang Penerapan ESOP Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia. *Departemen Keuangan Republik Indonesia*.
- Beatty, A. (1995). The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Financial Economics* 38, 211-240.
- Bell. T.B.; W. R., Landman.; B.L., Miller.; S., Yeh. (2002). The Valuation Implications of Employee Stock Option Accounting for Profitable Computer Software Firms. *The Accounting Review*. Vol. 77, No. 4
- Brenner, M.; R. K., Sundaram.; D, Yermack. (2000). Altering the Term of Executive Stock Options. *Journal of Financial Economics*, 103-128.
- Carberry. (1996). Assessing ESOPs. *Journal of Management in Engineering*, Vol. 17
- Chance, D.; M. R., Kumar.; R.B., Todd. (2000). The Repricing of Executive Stock Options," *Journal of Financial Economics*, 129-154
- Chauvin, K. W.; C., Shenoy. (2001). Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants. *Journal of Corporate Finance* 7, 53-76
- Core, J.E.; W. R., Guay. (2000). Stock Option Plans for Non-executive Employees. *Journal of Financial Economics*

- 61, 253-287.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14, No.1, 57 – 74.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometric*, Mc-Graw Hill Book Company.
- Hartono M. J. (2004). *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Edisi I, BPFE, Yogyakarta.
- Huddart, S.; M., Lang. (2001). Information Distribution Within Firms: Evidence From Stock Option Exercises. *Working paper*.
- Hung, M. W.; J. Y., Wang. (2005). Assets Prices Under Prospect Theory and Habit Formation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No.1, 1-29.
- IAI. (2007). Standar Akuntansi Keuangan, PSAK 53.
- Iqbal, Z.; H. S., Abdul. (2000). Stock Price and Operating Performance of Esop Firms: A Time-Series Analysis. *QJBE*, Vol. 30, No.3.
- Jensen, M.C.; W.H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4.
- Johnson, S. A.; Y. S., Tian. (2000). The Value and Incentive Effects of Nontraditional Executive Stock Option Plans. *Journal of Financial Economics* 57, 3-34.
- Johnson, S. A.; Y. S., Tian (2000). Indexed Executive Stock Options. *Journal of Financial Economics* 57, 35-64.
- Kahneman, D.; A., Tversky. (1979). Prospect Theory's: An Analysis of decision under risk. *Econometrica* 47, 263-291.
- Kim, D. C. (1992). Risk Preferences in Participative Budgeting. *The Accounting Review*, Vol. 67, No. 2, pp. 303-318.
- Loderer, C.; K., Martin. (1997). Executive Stock Ownership and Performance Tracking Faint Traces. *Journal of Financial Economics* 45, 223-255.
- Machfoedz, M. (1999). *Akuntansi Keuangan Menengah*, Edisi Kedua, BPFE, Yogyakarta.
- Mehran, H., (1995). Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- Quintero, S.; M. L., Young.; M., Blair. (1997). Executive Stock Option: Risk and Incentives. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 10, No. 2.
- Ross, A. S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Association*, Volume. 63, No.2.
- Sanders, W. G. (1999). Incentive Structure of CEO Stock Option Pay and Stock Ownership: The Moderating Effects of Firm Risk. *Managerial Finance*, Volume. 25, Number. 10.
- Watts, R. L.; J. L., Zimmerman. (1986). *Positive Accounting Theory*, Printice-Hall International, Inc, Englewood Cliffs, New Jersey 07632.
- Yermak, D. (1997). Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *Journal of Finance* 52, 449-476.
