

## DAMPAK STRUKTUR MODAL PADA SENSITIVITAS PENERAPAN KOMPENSASI OPSI SAHAM KARYAWAN TERHADAP KINERJA

**Nur Fadjrih Asyik**  
fadjrih@yahoo.com

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### **ABSTRACT**

*This study aims to test whether the management that receive compensation in the form of stock options having an positive impact on company performance. This study considers the external performance measurement by identifying Cumulative Abnormal Return (CAR). In addition, this study aims to test whether the company's capital structure affects the sensitivity level of employee stock option compensation and firm performance. Capital structure is measured with debt to equity ratio. The result indicates that the proportion of Employee Stock Option Plan (ESOP) influence company performance in accordance with the predictions. This shows that the more stock options offered to employees then came a sense of belonging which resulted in more motivated managers to improve company performance. Furthermore, the higher the market performance of companies that can be achieved, the higher the profit (gain) will be obtained by the recipient of stock options. In addition, this study also shows that the impact of stock option grants at the company's performance declined with the greater capital structure of liability. This shows that the capital structure of liabilities will lower the sensitivity level of employee stock option compensation and firm performance. The higher the company's liabilities would reduce the rights of the owner of the dividends each period in accordance with the ownership of shares held since the company must take into account the interest costs to be paid to the creditor.*

*Key words: Employee Stock Option Plan, Firm Performance, Capital Structure, Sensitivity.*

### **PENDAHULUAN**

Hubungan antara manajemen dengan pemilik perusahaan merupakan paradigma hubungan prinsipal agen, dan pemilik perusahaan sebagai prinsipal memberi kepercayaan (secara formal dalam bentuk kontrak hubungan kerja) kepada manajemen (agen) yang memberi jasa manajerialnya. Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan baik antara manajer dengan pemegang saham, manajer dengan kreditor atau antara pemegang saham,

kreditur, dan manajer disebabkan adanya hubungan agensi (*agency relationship*). Pihak prinsipal dapat membatasi divergensi kepentingan dengan memberi tingkat insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*) untuk mencegah *hazard* dari agen. Kesemua itu sering disebut dengan biaya agensi (*agency cost*). Secara umum tidak mungkin bagi prinsipal atau agen, pada tingkat biaya agensi sebesar nol, dapat menjamin bahwa agen akan membuat keputusan optimal dari sudut pandang prinsipal. Dalam teori agensi diasumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri. Masing-masing individu diasumsi termotivasi oleh kepentingan sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan di antara prinsipal dan agen (Scott, 2007). Kompensasi merupakan nilai jasa yang diberikan pemilik perusahaan kepada manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya program kompensasi manajemen diharap dapat mengurangi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen.

Program kompensasi manajemen menjadi topik penting dalam penelitian, setidaknya disebabkan oleh tiga alasan. Pertama, program kompensasi manajemen berkaitan dengan kepentingan manajemen yang mempunyai peran dan pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kedua, pelaporan keuangan yang menyajikan informasi mengenai hasil kinerja perusahaan digunakan sebagai dasar penentuan kompensasi manajemen, sedang manajemen mempunyai peran dalam proses pelaporan keuangan. Ketiga, program kompensasi manajemen umumnya dimaksudkan untuk mengurangi konflik kepentingan antara investor dengan manajemen.

Program kompensasi erat hubungannya dengan usaha keras para eksekutif yang pada umumnya didasarkan pada dua pola pengukuran, yaitu laba usaha (*net income*) dan harga pasar saham (*market price*). Program ini juga diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kinerja perusahaan (Astika, 2008). Pendapat yang senada juga disampaikan oleh Baker et al., (2002) yang menyatakan bahwa porsi modal yang dimiliki oleh para eksekutif perusahaan serta kompensasi yang berbasis ekuitas berhubungan dengan peningkatan kinerja perusahaan, dan hal tersebut menunjukkan informasi sensitivitas. Boschon dan Smith (1995) menemukan adanya perubahan kompensasi ke arah sensitivitas kinerja yang lebih baik. Gibbons dan Murphy (1990) menunjukkan adanya sensitivitas kinerja dan kompensasi, dalam arti kinerja perusahaan lebih tinggi pada tingkat industri dengan tingkat kompensasi manajemen yang tinggi.

Sensitivitas kompensasi kinerja menunjukkan berapa besar perubahan kinerja manajemen yang disebabkan perubahan kompensasi top manajemen. Sensitivitas kompensasi kinerja yang tinggi menunjukkan adanya kesesuaian antara kepentingan manajer dengan kinerja yang diperoleh. Besarnya sensitivitas kompensasi kinerja penting dipertimbangkan untuk memprediksi apakah kebijakan kompensasi telah mengikat agen untuk mencapai tujuan yang ditetapkan prinsipal (Rogers, 2005). Salah satu jenis kompensasi yang diberikan berupa Program Opsi Saham Karyawan (POSK) atau dikenal dengan *employee stock*

*option plans* (ESOP) yang merupakan bentuk kompensasi untuk menghargai karyawan atas kinerja jangka panjang perusahaan. POSK adalah opsi yang diberikan kepada sekelompok karyawan tertentu dalam suatu perusahaan untuk membeli saham perusahaan itu sendiri. POSK memberi hak, bukan kewajiban, kepada pemilik untuk membeli sejumlah saham perusahaan dengan harga yang telah ditetapkan pada saat opsi diberi dan dengan masa jatuh tempo yang telah ditetapkan. Gagasan pemberian opsi saham karyawan terutama adalah untuk menyelaraskan insentif yang diperoleh karyawan dengan keinginan para pemilik saham perusahaan. Para pemilik saham berkeinginan agar harga saham membaik, sehingga dengan perusahaan memberi insentif kepada karyawan dalam bentuk Opsi Saham Karyawan (OSK) akan memacu karyawan untuk bekerja lebih optimal agar kinerja perusahaan semakin bagus yang berdampak pada harga saham perusahaan semakin membaik. Pada gilirannya hal ini akan meningkatkan besarnya insentif yang diperoleh karyawan dari hasil pelaksanaan OSK yang dimiliki (Sidarto, 2008).

Adanya masa tunggu (*vesting period*) sebagai salah satu komponen POSK, diharap memberi kesempatan bagi perusahaan untuk dapat mempertahankan karyawan penerima opsi saham karyawan tetap bekerja pada perusahaan paling tidak selama masa tunggu tersebut. Penentuan harga yang wajar (*fair value*) untuk OSK menjadi bagian yang diharapkan ada untuk penyusunan neraca perusahaan, khususnya bagi perusahaan yang menggunakan OSK sebagai salah satu strategi memberi insentif bagi karyawan dalam bentuk kompensasi berbasis saham. Besarnya beban kompensasi ini, yang berkaitan dengan penentuan nilai wajar OSK, menurut PSAK No. 53 ditentukan dengan menggunakan model penentuan harga opsi antara lain dengan model *Black-Scholes* atau model binomial.

Standar yang mengatur tentang program tersebut pertama kali disusun oleh *Accounting Principles Board* (APB) pada tahun 1972 dengan mengeluarkan Opini No. 25, namun terjadi beberapa perdebatan dan fokus utama perdebatan Opini No. 25 adalah adanya perlakuan akuntansi yang tidak konsisten. Jumlah rupiah kompensasi opsi saham baru diakui apabila terdapat kelebihan harga pasar saham atas harga pengambilan (*exercise price*) opsi pada tanggal hibah (*grant*). Apabila harga pengambilan sama dengan harga pasar pada tanggal hibah, maka tidak terdapat pengakuan jumlah rupiah kompensasi. Akibatnya, sejumlah model-model penilaian alternatif disarankan oleh literatur akuntansi. Pada tanggal 4 September 1998, Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) mengeluarkan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) yang mulai berlaku efektif tanggal 1 Oktober 1998, dan melalui Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 53, opsi saham yang ditawarkan kepada karyawan sebagai imbalan jasa karyawan diukur dan diakui sebesar nilai wajar opsi saham yang bersangkutan.

OSK memiliki beberapa perbedaan dengan opsi yang diperdagangkan di pasar opsi regular (Rubinstein, 1995). Beberapa karakteristik yang dimiliki oleh OSK adalah:

1. Merupakan opsi *call* yang diterbitkan oleh suatu perusahaan atas saham perusahaan itu sendiri.
2. Memiliki masa tunggu (*vesting period*). Jika karyawan keluar dari perusahaan (sukarela ataupun tidak) dalam periode masa tunggu maka opsi menjadi batal. Jika karyawan keluar dari perusahaan (sukarela ataupun tidak) setelah periode masa tunggu, maka opsi dapat dilaksanakan segera jika harga pasar saham dalam keadaan *in-the-money*, tetapi opsi tidak dapat dilaksanakan jika harga pasar saham dalam keadaan *out-of-the-money*.

Karyawan tidak diperbolehkan menjual OSK yang dimiliki, sehingga jika karyawan ingin segera mewujudkan OSK yang dimiliki dalam bentuk tunai maka karyawan tersebut harus menjual saham yang akan diperoleh. Situasi ini mendorong OSK untuk dilaksanakan lebih cepat sebelum masa jatuh tempo (*early exercise*). Hal ini dimungkinkan karena OSK dapat dilaksanakan setiap saat, jika memungkinkan, setelah periode masa tunggu berakhir hingga masa jatuh tempo. Umumnya OSK memiliki masa jatuh tempo yang lama (beberapa tahun).

Program opsi saham merupakan salah satu program yang melibatkan psikologi sumber daya manusia dalam suatu perusahaan. Program ini telah digunakan secara luas dalam perencanaan dan kompensasi oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar modal (Chance *et al.*, 2000). Pengadopsian program opsi saham diharapkan dapat mempersempit problem keagenan dan sekaligus menumbuhkan komitmen dan kontrol para eksekutif/karyawan kepada perusahaan.

Wong dan Li (2005) menguji dampak rencana kompensasi jangka panjang yang diusulkan oleh dewan direktur terhadap kekayaan pemegang saham. Hasil pengujian menunjukkan bahwa rencana kompensasi menaikkan *shareholder wealth*. *Shareholder wealth* dalam beberapa studi ini diukur dengan return bagi pemegang saham yang terdiri atas perubahan harga dan pembagian dividen. Demikian pula Gibbons dan Murphy (1990) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan lebih tinggi pada tingkat industri dengan tingkat kompensasi manajemen yang tinggi. Mereka menunjukkan dukungan yang kuat untuk memprediksi hubungan antara kompensasi top manajemen dengan kinerja pasar. Kontrak kompensasi yang optimal menurut studi ini merupakan kombinasi implisit berkaitan dengan karir dan secara eksplisit dengan kontrak kompensasi.

Sejalan dengan perubahan kondisi bisnis yang mengakibatkan persaingan semakin ketat, manajemen dituntut kreatif untuk mengejar kesempatan yang diketahui akan menguntungkan perusahaan. Untuk mengejar kesempatan ini diperlukan tambahan dana yang mungkin tidak hanya berasal dari pemilik saja tetapi perlu tambahan dari pihak luar pemilik. Dalam kondisi ini, kontrak kompensasi yang optimal tidak hanya tergantung pada kepentingan agen (manajemen) dengan pemilik saja tetapi juga konflik kepentingan yang muncul dengan pemberi liabilitas (Sumirah, 1998). Konflik kepentingan pemberi

liabilitas muncul dalam sistem kompensasi karena apabila sistem kompensasi yang ditetapkan semula hanya didasarkan pada kepentingan antara pemilik dan manajemen, maka tambahan liabilitas oleh perusahaan akan berakibat pada kompensasi yang diperoleh manajemen. Bagi pemilik yang merupakan penanggung risiko terakhir, tambahan liabilitas akan berakibat risiko semakin tinggi. Di sisi lain tanpa adanya tambahan dana dari liabilitas maka kemungkinan akan mengalami kesulitan untuk mengejar kesempatan investasi.

#### Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah penerapan program opsi saham karyawan mampu meningkatkan kinerja perusahaan dan apakah struktur modal memiliki dampak terhadap sensitivitas perubahan kinerja perusahaan akibat perubahan opsi saham karyawan.

Tujuan penelitian adalah menguji sensitivitas perubahan kinerja perusahaan akibat perubahan opsi saham karyawan. Di samping itu, penelitian ini juga menguji dampak struktur modal terhadap sensitivitas perubahan kinerja perusahaan akibat perubahan opsi saham karyawan.

Manfaat Penelitian ini akan memberi pemahaman mengenai perilaku manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan berkaitan dengan kompensasi yang mereka peroleh. Penelitian ini diharap dapat memberi kontribusi empiris, kontribusi teori, dan kontribusi kebijakan. Dari segi penelitian/akademik, penelitian ini memberi kontribusi pada penelitian akuntansi dengan mengidentifikasi kebermanfaatan program kompensasi opsi saham terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Dari segi teori, hasil penelitian ini diharap bermanfaat dalam pengembangan ilmu yang akan memperkuat model hubungan prinsipal dan agen (teori agensi), terutama yang berkaitan dengan konflik kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemilik dana sebagai prinsipal (Healy dan Palepu, 1993). Dari segi kebijakan, hasil penelitian yang berkaitan dengan pengaturan informasi ini diharap dapat memberi bahan pertimbangan pada kalangan *regulator* dalam menetapkan peraturan yang terkait dengan bursa efek, khususnya mengenai pengungkapan informasi.

## RERANGKA TEORETIS

### Tinjauan Kompensasi

Kompensasi merupakan salah satu strategi manajemen sumber daya manusia untuk menciptakan keselarasan kerja antara karyawan dengan pimpinan perusahaan dalam mencapai tujuan dan sasaran yang sudah ditetapkan (Walker, 1992). Penentuan desain kompensasi yang efektif akan dapat mengkomunikasikan dan menghubungkan keterkaitan antara besarnya kompensasi dengan jabatan dan tugas (Schuler dan Huber, 1993).

Pemberian kompensasi bagi seorang manajer biasanya dikaitkan dengan teori keagenan (*agency theory*) yang telah dikemukakan oleh pakar-pakar di Amerika Serikat sekitar tahun 1970-an. Hubungan keagenan timbul manakala satu pihak pemberi kerja (prinsipal) menyewa pihak lain (agen) guna melaksanakan pekerjaan sesuai dengan yang diharap prinsipal. Untuk melaksanakan pekerjaan tersebut prinsipal perlu mendelegasi sebagian wewenang pengambilan keputusan yang dimilikinya pada agen (Kaplan dan Atkinson, 1998).

### **Tinjauan Program Opsi Saham Karyawan (POSK)**

Kompensasi opsi saham memberi manajemen hak untuk membeli sejumlah saham perusahaan pada masa yang akan datang dengan harga yang ditentukan pada saat opsi ditawarkan sebelum tanggal jatuh tempo, selama karyawan tersebut masih menjadi karyawan perusahaan (Smith dan Zimmerman, 1976). Dengan opsi saham, top manajemen diharap lebih mampu mempengaruhi kinerja harga pasar jangka panjang daripada laba jangka pendek. Hal yang lebih penting dengan penawaran opsi saham karyawan adalah diharapkan dengan opsi saham tidak akan menurunkan batas bawah harga pasar saham (pada saat top manajemen tidak memiliki saham) dan tidak membatasi batas atas potensial harga saham. Oleh karena itu, top manajemen ditantang untuk mengurangi perilaku enggan risiko (*risk-averse*). Dengan kata lain, adanya pemilikan saham perusahaan oleh top manajemen diharap manajemen lebih berani mengambil proyek yang berisiko dengan imbalan kompensasi yang lebih tinggi (Lam dan Chng, 2006).

POSK merupakan solusi saling menguntungkan (*win-win solution*) bagi masalah agensi. Ketika harga saham naik, pemegang saham akan memperoleh untung, demikian pula karyawan, karena POSK mereka semakin bernilai. Pengaruh kontrak kompensasi pada perilaku manajerial memfokuskan pada hubungan nonlinearitas antara kompensasi dan kekayaan pemegang saham (Guay, 1999; Bryan et al., 2000). Pembayaran nonlinear diduga menyebabkan meningkatnya pengelolaan laba. Pemikiran tersebut digunakan Healy (1985) dalam mengembangkan hipotesis bahwa manajer memiliki insentif untuk menggunakan akrual diskresioner (*discretionary accruals*) untuk memaksimalkan program bonus. Healy (1985) menyatakan bahwa informasi asimetris antara investor dengan manajemen memberi peluang pada perusahaan untuk melakukan pengelolaan laba. Hal ini mengakibatkan timbulnya jurang informasi antara pihak manajemen perusahaan dengan para pengguna laporan keuangan dan membuka peluang untuk melakukan *window dressing* sah lewat pengaturan kebijakan akrual. Kebijakan tersebut digunakan sebagai usaha memaksimalkan utilitas manajemen yang berkaitan dengan rencana kompensasi (Holthausen et al., 1995; Gaver et al., 1995), penurunan kinerja (Pourciau, 1993; Murphy dan Zimmerman, 1993; Perry dan Grinaker, 1994), dan perjanjian liabilitas (De Angelo et al., 1994; De Fond dan Jambalvo, 1994; Bowen et al., 1995).

Penerapan sistem kompensasi diharap mampu menarik dan mempertahankan karyawan yang kompeten, sekaligus mengaitkan keputusan manajemen dengan maksimisasi nilai kemakmuran pemegang saham. Bukti empiris menunjukkan bahwa kinerja manajemen, yang diukur dengan kemakmuran pemegang saham, berhubungan secara positif dan kuat dengan kompensasi manajemen (Murphy, 1985), meskipun perubahan kemakmuran manajemen sangat kecil dibandingkan dengan perubahan kemakmuran pemegang saham (Jensen dan Murphy, 1990). Program kompensasi dimaksudkan untuk mendorong manajemen agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang direfleksi dengan perolehan laba atau harga saham. Di samping itu, program kompensasi manajemen dimaksudkan pula untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemilik dan manajemen, karena upaya maksimisasi nilai perusahaan (melalui program kompensasi) berarti juga upaya meningkatkan kesejahteraan manajemen. Selanjutnya berkaitan dengan hasil (*outcome*) atau kinerja (*performance*) yang diperoleh manajemen, maka desain paket pembayaran para eksekutif korporat (*corporate executive pay package*) dapat ditetapkan dalam usaha mengurangi biaya agensi (*agency cost*) antara pemegang saham dan manajer.

Kaplan dan Atkinson (1998) menyatakan bahwa kontrak kompensasi memotivasi para eksekutif perusahaan, sehingga program kompensasi eksekutif seharusnya cukup kompetitif untuk menarik dan mempertahankan manajer berkualitas tinggi, menghubungkan bonus dengan kinerja, dan mampu mengembangkan iklim berorientasi kinerja dalam perusahaan dengan memberi imbalan terhadap kinerja yang dinilai baik. Sistem kompensasi tersebut di antaranya: (1) gaji, (2) bonus berupa uang atau saham yang dikaitkan dengan kinerja jangka pendek perusahaan, misalnya pertumbuhan laba, penjualan tahunan, dan pertumbuhan *economic value added*, dan (3) opsi atau hak membeli saham untuk menghargai karyawan atas kinerja jangka panjang perusahaan (POSK). Opsi saham karyawan memotivasi karyawan untuk bekerja dengan lebih keras dan meningkatkan kinerja perusahaan secara loyal. Oleh karena itu, program opsi karyawan membantu dalam menarik karyawan yang memiliki keahlian (Rees dan Stott, 1998).

### **Sensitivitas Penerapan Program Opsi Saham Karyawan terhadap Peningkatan Kinerja**

Struktur kompensasi yang digunakan akan menentukan bagaimana individu berperilaku dalam organisasi, sedangkan peran individu dalam organisasi merupakan hal yang penting dalam pengembangan perusahaan. Diharap dengan desain kompensasi yang baik akan memperbaiki kinerja perusahaan. Beberapa studi menunjukkan adanya pengaruh positif kompensasi terhadap kinerja perusahaan (Abowd, 1990; Bushman dan Indjejikian, 1993; Kim dan Suh, 1993; Sloan, 1993; Miller, 1995).

Sebagai bagian dari *good corporate governance*, perusahaan yang menawarkan kompensasi opsi saham diimbau untuk dapat mengalokasikan sebagian sahamnya kepada

karyawan, termasuk direksi, untuk dapat memacu prestasi mereka dan lebih meningkatkan rasa memiliki (*sense of belonging*) terhadap perusahaan. Seiring dengan berjalannya waktu, selama masa penawaran POSK diharap harga saham mengalami kenaikan melebihi harga pengambilan, dan selisih antara harga pengambilan dengan harga saham tersebut merupakan untung bagi karyawan (Meulbroek, 2008).

Pada saat penawaran kompensasi opsi saham, diharap manajemen akan termotivasi bekerja lebih giat. Kenyataan tersebut diperkirakan akan meningkatkan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karena itu, hipotesis operasional dalam bentuk hipotesis alternatif dikembangkan sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>:** Kompensasi opsi saham karyawan mempengaruhi kinerja perusahaan.

### **Dampak Struktur Modal pada Sensitivitas Penerapan Program Opsi Saham Karyawan terhadap Peningkatan Kinerja**

Berdasarkan kontrak kompensasi berbasis saham yang telah disetujui, manajemen akan memanfaatkan dana untuk investasi yang optimal. Sejalan dengan perubahan kondisi bisnis yang mengakibatkan persaingan semakin ketat, manajemen dituntut kreatif untuk mengejar kesempatan yang akan menguntungkan perusahaan. Untuk mengejar kesempatan tersebut diperlukan tambahan dana yang mungkin tidak hanya berasal dari pemilik saja tetapi perlu tambahan dari kreditur.

Dengan sistem kompensasi berbasis saham yang ditetapkan semula hanya didasarkan pada kepentingan antara pemilik dan manajemen, maka tambahan liabilitas oleh perusahaan untuk investasi yang menguntungkan bagi perusahaan akan berakibat pada kompensasi saham yang diperoleh manajemen (Liljebloom et al., 2010). Di satu sisi, pemilik menanggung risiko karena liabilitas perusahaan besar, di sisi lain tanpa adanya tambahan dana dari liabilitas maka kemungkinan akan mengalami kesulitan untuk mengejar kesempatan investasi. Informasi kesempatan investasi lebih banyak diketahui manajemen daripada pemilik, hal tersebut mengakibatkan manajemen mempertimbangkan pengaruh pengembangan investasi terhadap kompensasi yang akan diterima atas investasi tersebut. Keputusan investasi yang diambil dan risiko kompensasi yang dihadapi manajemen berpengaruh pada sensitivitas kompensasi berbasis saham terhadap kinerja perusahaan (Meulbroek, 2008).

Pada kondisi struktur modal berupa liabilitas yang tinggi mengakibatkan sensitivitas kompensasi berbasis saham terhadap kinerja perusahaan akan semakin rendah. Oleh karena itu, hipotesis operasional dalam bentuk hipotesis alternatif dikembangkan sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>:** Pengaruh kompensasi opsi saham karyawan terhadap kinerja perusahaan akan makin kuat etika struktur modal liabilitas makin rendah.

## METODE PENELITIAN

### Data Penelitian

Data-data yang diperlukan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang terdiri atas:

- a. Laporan keuangan untuk tahun buku yang berakhir tanggal 31 Desember 2004, 31 Desember 2005, 31 Desember 2006, 31 Desember 2007, dan 31 Desember 2008. Data POSK diperoleh dari catatan atas laporan keuangan perusahaan mempublik di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Data tanggal penawaran opsi saham per 31 Desember 2004-2008.

### Sampel Penelitian

Target populasi penelitian ini adalah tanpa batas (*infinite*), yaitu perusahaan yang saat ini menawarkan program opsi saham karyawan dan akan mencakup perusahaan yang akan menerapkan program opsi saham karyawan di masa yang akan datang. Perusahaan yang di pilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang telah menerapkan Program Opsi Saham Karyawan (POSK) dan dibatasi pada perusahaan yang mempublikasi laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2004 sampai 2008. Pemilihan sampel tersebut berdasarkan pada ketersediaan laporan keuangan auditan. Pemilihan sampel ditentukan secara bersasaran (*purposive sampling*) dengan tujuan untuk mendapat sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut ini.

1. Perusahaan yang sudah mempublik sebelum 31 Desember 2004 dan yang akan diamati dalam penelitian ini adalah penawaran opsi saham yang sudah di atur perlakuan akuntansinya sejak 1 Oktober 1998 melalui PSAK No. 53.
2. Emiten yang sudah menyertakan laporan keuangan per 31 Desember 2004, 2005, 2006, 2007, dan 2008. Pemilihan perioda tersebut didasarkan pada alasan bahwa laporan per 31 Desember merupakan laporan yang telah diaudit, sehingga laporan keuangan tersebut dapat lebih dipercaya. Selain itu, dalam perioda tersebut beberapa perusahaan telah menawarkan POSK.
3. Emiten yang saham biasanya aktif diperdagangkan di BEI, karena emiten yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan akan mengganggu proses analisis, sehingga harus dikeluarkan dari sampel.

Sampel akhir penelitian ini menjadi sebanyak 36 sampel perusahaan. Jumlah observasi penelitian sebanyak 180 observasi.

### Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel dependen adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Return saham adalah perubahan harga saham selama periode pengamatan atau secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut ini.

$$RS_t = (H_t - H_{t-1})/H_{t-1} \quad (1)$$

dalam persamaan diatas  $RS_t$  adalah return saham,  $H_t$  adalah harga saham sekarang, dan  $H_{t-1}$  adalah harga saham hari sebelumnya. Harga saham adalah harga *closing price* pada periode pengamatan. Analisis statistik yang digunakan untuk estimasi *abnormal return* adalah dengan *mean adjusted return* (Brown dan Warner, 1985) yang didefinisi dalam persamaan berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_i \quad (2)$$

$$R_i = \frac{1}{100} \sum_{t=-6}^{-1} R_{i,t} \quad (3)$$

dalam persamaan di atas  $AR_{i,t}$  adalah *abnormal return* perusahaan i pada periode t,  $R_{i,t}$  adalah return saham harian perusahaan i pada periode t,  $R_i$  adalah rata-rata sederhana return saham harian pada periode estimasi (-244,-6). CAR pada tanggal pengumuman didefinisi sebagai berikut:

$$CAR_{i,(t_1,t_2)} = \sum AR_{i,t} \quad (4)$$

dalam persamaan di atas  $CAR_{i,(t_1,t_2)}$  adalah *cumulative abnormal return* perusahaan i pada periode t.  $AR_{i,t}$  didefinisi dalam persamaan (2),  $(t_1, t_2)$  adalah panjang interval return (periode kumulasi).

Variabel independen adalah kompensasi opsi saham karyawan yang diukur dengan proporsi opsi saham ( $HB_{it}$ ) yang ditawarkan perusahaan kepada karyawan. Dengan kata lain,  $HB_{it}$  adalah proporsi opsi yang dihibahkan kepada karyawan selama bingkai kejadian (*event window*) perusahaan i pada perioda t. Sebagaimana Balsam et al. (2003), proporsi opsi saham karyawan adalah jumlah lembar opsi saham yang dihibahkan pada karyawan selama jendela kejadian (*event window*) dideflasi dengan kepemilikan manajerial. Harapan penelitian ini adalah koefisien variabel hibah positif dalam kaitannya dengan kinerja perusahaan. Dengan demikian, sebagaimana telah dikemukakan di atas, eksekutif menginginkan peningkatan kinerja sebelum menjual saham yang mereka miliki.

Variabel pemoderasi adalah struktur modal yang diukur dengan rasio *debt to equity ratio* (DER) atau rasio liabilitas dengan modal (John dan John, 1993). Struktur modal menunjukkan berapa besar modal yang diperoleh dari pihak luar perusahaan dan dari pemilik. Semakin besar liabilitas perusahaan semakin tinggi risiko bagi pemberi dana karena kurang tercermin. Sensitivitas kompensasi program opsi saham karyawan terhadap kinerja perusahaan ditentukan dengan analisis regresi linear menggunakan formulasi Gibbons dan Murphy (1990) dan Garen (1994) sebagai berikut:

$$\text{Sensitivitas kompensasi ESOP – kinerja saham} = \frac{\text{Perubahan kompensasi ESOP}}{\text{Perubahan CAR}}$$

### Teknik Analisis

**Regresi.** Penelitian ini menggunakan alat analisis utama yaitu regresi linear berganda karena pada penelitian ini dipelajari/dianalisis ketergantungan suatu variabel (yaitu variabel dependen) dengan cara mengestimasi atau memprediksi nilai rata-rata variabel dependen dalam kaitannya dengan nilai variabel independen yang telah diketahui.

### Model Penelitian:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HB_{it} + \beta_2 HB_{it} * DER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

dalam persamaan di atas  $CAR_{it}$  didefinisi dalam persamaan (4),  $HB_{it}$  adalah proporsi opsi saham, dan  $DER_{it}$  adalah *Debt to Equity Ratio*. Secara statistis, apabila  $\beta_1$  dalam persamaan di atas signifikan menunjukkan bahwa penerapan kompensasi opsi saham mampu menjadi pendorong untuk peningkatan kinerja perusahaan. Sedangkan apabila  $\beta_2$  signifikan menunjukkan bahwa struktur modal berupa liabilitas semakin menurunkan kemampuan program kompensasi opsi saham karyawan meningkatkan kinerja perusahaan. Tabel 1 berikut menyajikan perumusan hipotesis penelitian secara statistis berdasarkan persamaan matematis di atas.

**Tabel 1**  
**Perumusan Hipotesis Penelitian secara Statistis**

Hipotesis	Perumusan secara Statistis	Persamaan
H <sub>1</sub>	$\beta_1 > 0$	5
H <sub>2</sub>	$\beta_2 < 0$	5

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penyajian hasil penelitian di bagi menjadi beberapa bahasan. Bagian pertama menyajikan statistis deskriptif atas variabel-variabel penelitian. Bagian kedua terdiri atas hasil pengujian dan pembahasan hipotesis. Sub Bahasan pertama membahas hasil pengujian hipotesis 1, yakni pengujian peningkatan kinerja atas program kompensasi opsi saham karyawan. Sub bahasan kedua membahas hasil pengujian hipotesis 2, yakni pengujian dampak struktur modal atas sensitivitas penerapan kompensasi opsi saham terhadap kinerja perusahaan.

## Statistik Deskriptif

Tabel 2 meringkas statistik deskriptif atas variabel-variabel penelitian untuk sampel perusahaan secara keseluruhan untuk menguji kinerja atas penawaran opsi saham karyawan berdasarkan struktur modal yang dimiliki.

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

Variabel	N	Rata-Rata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
CAR	108	0,0717	0,1056	-0,2500	0,3800
HB	108	0,0222	0,1233	0,3500	0,5200
DER	108	0,0226	0,0446	-0,0900	0,2500
HB*DER	108	0,0323	0,1235	-0,1300	0,5200

Keterangan:

CAR = *Cumulative Abnormal Return*, HB = Hibah Opsi Saham, DER = *Debt to Equity Ratio*

Data rata-rata dan deviasi standar digunakan untuk menentukan fluktuasi masing-masing variabel yang diuji, sedang data minimum dan maximum menunjukkan kisar (*range*) data yang normal untuk menghindari hasil penelitian yang bias. Nilai rata-rata *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dan hibah opsi saham (HB) menunjukkan nilai positif sebesar 0,0717 dan 0,0222, hal tersebut konsisten dengan Kahle dan Shastri (2002). Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menawarkan program opsi saham kepada karyawan secara umum mencerminkan kondisi kinerja perusahaan baik sehingga direspon positif oleh pasar.

Di sisi lain, nilai rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) dan interaksinya dengan HB menunjukkan nilai sebesar 0,0226 dan 0,0323, hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan secara umum mempertimbangkan struktur modal yang dimiliki. Deviasi standar seluruh variabel nilainya relatif kecil, hal tersebut menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dalam sampel berkaitan dengan program opsi saham karyawan tidak terlalu bervariasi. Nilai deviasi standar yang tidak terlalu besar tersebut juga menunjukkan bahwa tingkat penyimpangan masing-masing variabel tidak signifikan.

## Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis

### Hipotesis 1

Hipotesis 1 menguji pengaruh program opsi saham karyawan pada kinerja perusahaan. Proporsi opsi saham karyawan digunakan sebagai variabel independen, sedang variabel dependen adalah kinerja pasar yang diukur dengan nilai *Cumulative Abnormal Return* (CAR).

### Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 1

Pengujian kinerja perusahaan berkaitan dengan POSK dinilai dengan menggunakan data laporan keuangan mulai tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Hasil analisis dalam tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien HB ( $\beta_1$ ) bernilai positif sebesar 0,199 dengan *p-value* sebesar 0,015, dengan demikian secara statistik signifikan pada tingkat 5% sesuai dengan prediksi. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak opsi saham yang ditawarkan pada karyawan maka muncul adanya rasa memiliki (*sense of belonging*) yang berakibat manajer semakin termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Semakin tinggi kinerja pasar yang dapat dicapai perusahaan, maka semakin tinggi untung (*gain*) yang akan diperoleh penerima opsi saham. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya yaitu adanya perilaku manajer yang mengharap adanya peningkatan harga saham setelah penawaran opsi saham. Dengan demikian penelitian ini berhasil menolak  $H_{01}$ . Penelitian ini konsisten dengan studi yang dilakukan Sloan (1993), Miller (1995), Chauvin dan Shenoy (2000), Baker et al. (2002), dan Balsam et al. (2003).

**Tabel 3**  
**Hasil Regresi Hipotesis 1**  
**Model:  $CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HB_{it} + \varepsilon_{it}$**

Variabel	Koefisien	Nilai t-statistik	Nilai p
<b>Model 1</b>			
Intercept	0,067	6,659	0,000
HB	0,199	2,462	0,015 **
R2 (Adjusted)	0,054 (0,045)		
F	6,063 **		

Keterangan:

CAR = *Cumulative Abnormal Return*, HB = Hibah Opsi Saham

\*\*\* Secara statistik signifikan pada tingkat 0,01

\*\* Secara statistik signifikan pada tingkat 0,05

\* Secara statistik signifikan pada tingkat 0,10

Nilai F kalkulasian dari model penelitian adalah sebesar 6,063 dengan nilai probabilitas sebesar 0,015, dengan demikian secara statistik signifikan pada 5%. Besarnya  $R^2$  sebesar 0,054 yang berarti bahwa variasi tingkat CAR dijelaskan oleh proporsi opsi saham sebesar 5,4%. Sisanya sebesar 95,6% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

### Hipotesis 2

Hipotesis 2 menguji dampak struktur modal liabilitas atas pengaruh program opsi saham karyawan terhadap kinerja perusahaan. Proporsi opsi saham karyawan digunakan sebagai

variabel independen, sedangkan variabel dependen adalah kinerja pasar yang diukur dengan nilai *Cumulative Abnormal Return* (CAR), dan variabel struktur modal sebagai pemoderasi.

### Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 2

Pengujian kinerja perusahaan berkaitan dengan program opsi saham karyawan dengan mempertimbangkan struktur modal liabilitas dinilai dengan menggunakan data laporan keuangan mulai tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Hasil analisis dalam tabel 4 menunjukkan bahwa koefisien interaksi HB dengan struktur modal (*Debt to Equity Ratio*/DER) ( $\beta_2$ ) bernilai negatif sebesar -0,158 dengan *p-value* sebesar 0,047, dengan demikian secara statistik signifikan pada tingkat 5% sesuai dengan prediksi. Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh negatif struktur modal liabilitas terhadap sensitivitas kompensasi opsi saham terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal liabilitas akan menurunkan tingkat sensitivitas kompensasi opsi saham karyawan dan kinerja perusahaan. Semakin tinggi liabilitas yang dimiliki perusahaan akan mengurangi hak pemilik atas dividen setiap periode sesuai dengan kepemilikan saham yang dimiliki karena perusahaan harus memperhitungkan biaya bunga yang harus dibayar kepada pihak kreditor. Struktur modal liabilitas memoderasi pengaruh kompensasi opsi saham karyawan yang semakin menurun terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian penelitian ini berhasil menolak  $H_{02}$ . Penelitian ini konsisten dengan studi Sumirah (1998).

**Tabel 4**  
**Hasil Regresi Hipotesis 2**  
**Model:  $CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HB_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 HB * DER_{it} + \epsilon_{it}$**

Variabel	Koefisien	Nilai t-statistik	Nilai p
<b>Model 1</b>			
Intercept	0,058	5,193	0,000
HB	0,182	2,308	0,023 **
DER	-0,666	-3,121	0,002 **
HB*DER	-0,158	-2,014	0,047 **
R2 (Adjusted)	0,160 (0,135)		
F	6,582 ***		

Keterangan:

CAR = *Cumulative Abnormal Return*, HB = Hibah Opsi Saham

\*\*\* Secara statistik signifikan pada tingkat 0,01

\*\* Secara statistik signifikan pada tingkat 0,05

\* Secara statistik signifikan pada tingkat 0,10

Nilai F kalkulasian dari model penelitian adalah sebesar 6,582 dengan nilai probabilitas sebesar 0,000, dengan demikian secara statistis signifikan pada 1%. Besarnya  $R^2$  sebesar 0,160 yang berarti bahwa dengan mempertimbangkan struktur modal liabilitas yang dimiliki perusahaan, variasi tingkat CAR dijelaskan oleh proporsi opsi saham sebesar 16%. Sisanya sebesar 84% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

### Pengujian Jenis Industri

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang telah menerapkan program opsi saham karyawan (POSK). Penelitian ini menggabungkan data mulai tahun 2004 sampai tahun 2008 dan diperoleh jumlah observasi akhir sebanyak 108 pengamatan. Penelitian ini menguji apakah terdapat perbedaan kinerja berkaitan dengan opsi saham antara perusahaan kategoris keuangan dan non keuangan. Sebanyak 46 sampel perusahaan termasuk dalam kategoris non keuangan, sedang 62 sampel termasuk kategoris keuangan. Penelitian ini menggunakan variabel dummy dalam melakukan pengujian jenis industri. Perusahaan yang masuk kategori keuangan diberi kode 1, sedang yang masuk kategori non keuangan diberi kode 0. Hasil pengujian tersebut disajikan dalam tabel 5 berikut ini.

**Tabel 5**  
**Hasil Regresi Uji Jenis Industri**

$$\text{Model: } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HB_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 D_{Ind(it)} + \varepsilon_{it}$$

Variabel	Koefisien	Nilai t-statistik	Nilai p
<b>Sebelum POSK</b>			
Intercept	0,054	3,487	0,001 ***
HB	0,212	2,682	0,009 ***
DER	-0,642	-3,947	0,004 ***
$D_{Indst}$	-0,003	-0,174	0,862
R2 (Adjusted)	0,127 (0,102)		
F	5,045 ***		

Keterangan:

CAR = Cumulative Abnormal Return, HB = Hibah Opsi Saham, DER = *Debt to Equity Ratio*,  $D_{Ind}$  = Dummy (Kategoris) Jenis Industri

\*\*\* Secara statistis signifikan pada tingkat 0,01

\*\* Secara statistis signifikan pada tingkat 0,05

\* Secara statistis signifikan pada tingkat 0,10

Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien  $D_{\text{Indst}} (\beta_3)$  sebesar -0,003 dengan *p-value* sebesar 0,862, dengan demikian secara statistik tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan baik konstanta maupun lereng diantara kedua regresi (keuangan dan non keuangan). Hubungan variabel-variabel tersebut digambarkan dalam gambar 7 berikut ini.

## SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah manajemen perusahaan yang memperoleh kompensasi dalam bentuk opsi saham memiliki dampak yang positif terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Penelitian ini mempertimbangkan pengukuran kinerja eksternal dengan mengidentifikasi kinerja atau respon pasar yaitu *Cumulative Abnormal Return (CAR)*. Di samping itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah struktur modal perusahaan mempengaruhi tingkat sensitivitas kompensasi opsi saham karyawan dan kinerja perusahaan. Pengujian peningkatan kinerja berkaitan dengan POSK menunjukkan bahwa terdapat pengaruh proporsi opsi saham terhadap kinerja perusahaan sesuai dengan prediksi. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak opsi saham yang ditawarkan pada karyawan maka muncul adanya rasa memiliki (*sense of belonging*) yang berakibat manajer semakin termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Selanjutnya, semakin tinggi kinerja pasar yang dapat dicapai perusahaan, maka semakin tinggi untung (*gain*) yang akan diperoleh penerima opsi saham. Di samping itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa pengaruh hibah opsi saham pada kinerja perusahaan semakin menurun dengan adanya struktur modal liabilitas yang semakin besar. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal liabilitas akan menurunkan tingkat sensitivitas kompensasi opsi saham karyawan dan kinerja perusahaan. Semakin tinggi liabilitas yang dimiliki perusahaan akan mengurangi hak pemilik atas dividen setiap periode sesuai dengan kepemilikan saham yang dimiliki karena perusahaan harus memperhitungkan biaya bunga yang harus dibayar kepada pihak kreditor.

### **Implikasi Hasil Penelitian**

#### **Implikasi Praktis**

Penelitian ini menjawab isu bahwa program opsi saham karyawan dapat menjadi determinan manajer meningkatkan kinerja perusahaan. Secara umum dapat dikatakan bahwa makin banyak opsi saham yang ditawarkan kepada karyawan, maka makin mungkin manajer meningkatkan kinerja.

#### **Implikasi Teoretis**

Hasil penelitian konsisten dengan masalah agensi yaitu adanya konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Untuk mengurangi konflik kepentingan maka perlu adanya desain kompensasi yang sesuai. Di samping kompensasi yang bersifat

jangka pendek, kompensasi juga dapat diberikan dalam bentuk jangka panjang, salah satu diantaranya memberi hak kepada manajer memperoleh opsi saham dalam periode jangka panjang dalam bentuk ESOP.

### **Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian ini hanya mempertimbangkan variabel kompensasi jangka panjang berbasis saham dalam kaitannya dengan peningkatan kinerja perusahaan. Pengaruh opsi saham terhadap kinerja mungkin dipengaruhi oleh faktor lain yang belum dijelaskan oleh model penelitian di antaranya kompensasi jangka pendek (kas dan bonus) dan kompensasi non fisik seperti penghargaan, kesempatan karir, keamanan kerja, dan sebagainya. Hal tersebut dipengaruhi oleh kesulitan peneliti memperoleh data mengenai kompensasi jangka pendek dan kompensasi non fisik tersebut yang memenuhi kriteria penelitian ini yaitu kompensasi untuk karyawan level tertentu. Kedua, sampel penelitian ini terdiri atas beberapa jenis industri dan penelitian ini menggabungkan seluruh observasi untuk seluruh industri tersebut. Akan tetapi, penelitian ini telah berusaha menguji sensitivitas apakah terdapat perbedaan antara jenis industri keuangan dengan non keuangan. Hasil analisis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara kedua jenis industri tersebut.

### **Saran**

Pengujian dengan pengamatan yang lebih lama diharapkan karena kemungkinan akan memperoleh sampel penelitian yang cukup banyak dan memberi hasil yang lebih baik. Di samping itu, penelitian berikutnya dapat menguji jenis kompensasi yang lebih banyak baik yang jangka pendek maupun jangka panjang.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Abowd, J. 1990. Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance? *Industrial and Labor Relations Review* 43: 52s-73s.
- Astika, I. B. P. 2008. Perilaku Oportunistik Eksekutif Perusahaan Menjelang Pengumuman Program Opsi Saham. *Buletin Studi Ekonomi*, Vol. 13 No. 1.
- Baker, T., D. Collins, dan A. Reitenga. 2002. Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives. *Working Paper*.
- Balsam, S., H. Chen, dan S. Sankaraguruswamy. 2003. Earnings Management Prior to Stock Option Grants. *Working Paper*. Temple University dan Georgetown University.

- Boschon, J.F. dan Smith, K.J. 1995. You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance. *Journal of Business*, 68 No. 4:577-609.
- Bowen, R.M., L. Ducharme, dan D. Shores. 1995. Stakeholders' Implicit Claim and Accounting Method Choice. *Journal of Accounting and Economics*, 20: 255-295.
- Brown S. J. dan J. B. Warner. 1985. Using Daily Stock Returns the Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14: 3-31.
- Bryan, S., L.S. Hwang, dan S. Lillien. 2000. CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants. *Journal of Business* 73 (4): 661-693.
- Bushman, R.M. dan R.J. Indjejikian. 1993. Accounting Income, Stock Price, and Managerial Compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 16: 3-23.
- Chance, D. M., R. Kumar, dan R. B. Todd. 2000. The Repricing of Executive Stock Options. *Journal of Financial Economics*: 129-154.
- Chauvin, K.W. dan C. Shenoy. 2000. Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants. *Journal of Corporate Finance* 7: 53-76.
- De Angelo, H.L. Angelo, dan D.J. Skinner. 1994. Accounting Choice in Troubled Company. *Journal of Accounting and Economics*, 17: 113-143.
- DeFond, M.L. dan J. Jambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17: 145-176.
- Garen, J.E. 1994. Executive Compensation and Principal-Agent Theory. *Journal of Political Economy*, Vol. 102 No. 6: 1175-1199.
- Gaver, J.J., K.M. Gaver, dan J. Austin. 1995. Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management. *Journal of Accounting and Economics* 3: 3-28.
- Gibbons, R. dan K.J. Murphy. 1990. Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers. *Industrial and Labor Relations Review* 43: 30-51.
- Guay, W.R. 1999. The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk: An Analysis of the Magnitude and Determinant. *Journal of Financial Economics*, 53: 43-71.

- Healy, P.M. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Healy, P.M. dan K.G. Palepu. 1993. The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, Maret, Vol. 7 No. 1: 1-11.
- Holthausen, R.W., D. Larcker, dan R. Sloan. 1995. Annual Bonus Schemes and Manipulation of Earnings: Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management. *Journal of Accounting and Economics*: 29-74.
- Jensen, M.C. dan K.J. Murphy. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* Vol. 98 No. 2: 225-263.
- Jensen, M. dan W.H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- John, T.A. dan K. John. 1993. Top-Management Compensation and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 48(3): 949-974.
- Kaplan, R. dan A.A. Atkinson. 1998. *Advanced Management Accounting*, 3<sup>rd</sup> ed., New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Kim, O. Dan Y. Suh. 1993. Incentive Efficiency of Compensation Based on Accounting and Market Performance. *Journal of Accounting and Economics*, 16: 25-53.
- Lam, S.S. dan B.F. Chng. 2006. Do Executive Stock Options Grants Have Value Implication for Firm mance? *Review of Quantitative Finance and Accounting* Vol. 26: 249-274.
- Liljebloom, E., D. Pasternack, dan M. Rosenberg. 2010. What Determines Stock Options Contract Design? Working Paper.
- Meulbroek, L.K. 2008. Designing an Option Plan that Rewards Relative Performance: Indexed Options Revisited. *Harvard Business School Working Paper* No. 02-022.
- . 2008. Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options. *Harvard Business School Working Paper* No. 01-021.
- Miller, D.J. 1995. CEO Salary Increases may be Rational After All: Referent and Contracts in CEP Pay. *Academic of Management Journal*, 38: 1361-1385.

- Murphy, K.J. 1985. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7: 11-42.
- Murphy, K.J. dan J.L. Zimmerman. 1993. Financial Performance Surrounding CEO Turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 16: 273-315.
- Perry, S. dan R. Grinaker. 1994. Earnings Expectations and Discretionary Research and Development Spending. *Accounting Horizons* Vol. 8 No. 4 (December): 43-51.
- Pourciau, S. 1993. Earnings Management and Non-Routine Executive Changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16: 317-336.
- Rees, L. dan D. Stott. 1998. The Value-Relevance of Stock-Based Employee Compensation Disclosures. *Working Paper* (December).
- Rogers, D.A. 2005. Managerial Risk-Taking Incentives and Executive Stock Options Repricing: A Study of U.S. Casino Executives. *Financial Management*, Vol. 34 (Spring).
- Rubinstein, M. 1995. On the Accounting Valuation of Employee Stock Options. *Journal of Derivatives*, Vol. 3, No.1, pp. 8 – 24.
- Schuler, R.S. dan V.L. Huber. 1993. *Personnel and Human Resource Management*. 5<sup>th</sup> Ed., USA: West Publishing Company.
- Scott, W.R. 2007. *Financial Accounting Theory*. Prentice – Hall International, Inc. New Jersey.
- Sidarto, K. A. 2008. Penentuan Harga Opsi Saham Karyawan dengan Model Binomial. *Working Paper*, dipresentasi pada Seminar Setengah Hari Valuasi Hak Opsi Karyawan dan Kewajiban Perusahaan Berdasarkan PSAK 53, diselenggarakan oleh Biro Pusat Aktuaria dan Bahana tanggal 13 Mei 2008 di Jakarta.
- Sloan, R.G. 1993. Accounting Earnings and Top Executive Compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 16: 55-100.
- Smith, C.W. dan J.L. Zimmerman. 1976. Valuing Employee Stock Option Plans Using Option Pricing Models. *Journal of Accounting Research* Autumn: 357-364.
- Sumirah, 1998. Kompensasi Top Manajemen, Kinerja Perusahaan, dan Struktur Modal. *Tesis*.

Walker, J.W. 1992. *Human Resource Strategy*. New York: McGraw-Hill, Inc.

Wong, M.H.F. dan F. Li. 2005. Employee Stock Options, Equity Valuation, and the Valuation of Option Grants using a Warrant-Pricing Model. *Journal of Accounting Research*, Vol. 43 No. 1: 97-131.