

REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN *EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PROGRAM*

Christian Herdinata

Fakultas Ekonomi Jurusan International Business Management
Universitas Ciputra Surabaya
Jl. Waterpark, Boulevard Citra Land, Surabaya, 60216.

Abstract

In Indonesia, the increasing of Employee Stock Ownership Program (ESOP) was relative known new, so it needed any evidence for the market reaction in Indonesia stock exchange. From the latest problem, the purpose of this research was to know how the market reaction for the announcement of ESOP in Indonesia Stock Exchange. Samples on this research were the companies which were listed in BEI that had announced ESOP for period January 1st, 2000 – December 31st, 2010. Analysis technique on hypothesis test related with market reaction for ESOP announcement was done by event study to calculate abnormal return. Research result showed that market tended to ignore ESOP announcement. And it meant that ESOP announcement was not considered as a signaling, which gave a good information for the investor in Indonesia to achieve profit.

Key words: ESOP (*Employee Stock Ownership Program*), marker reaction, signaling hypothesis, event study.

Employee Stock Ownership Program (ESOP) merupakan program kepemilikan karyawan atas saham perusahaan yang diharapkan dapat meningkatkan *sense of belonging* sehingga mendukung peningkatan kinerja perusahaan. Hal ini diduga akan mendapat sinyal yang positif (*good news*) dari para investor. Perkembangan dan fenomena ESOP yang masih relatif baru memerlukan pembuktian atas reaksi pasar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa para pemegang saham dari beberapa perusahaan telah melaksanakan program ESOP, antara lain: PT Bank Bumiputra. Tbk yang menerapkan program kepemilikan saham untuk karyawan (*ESA-Employee Share Allocation*) senilai lebih dari Rp 1,8 miliar de-

ngan tujuan mengembangkan pola kompensasi kerja yang dapat lebih mempersatukan kepentingan karyawan dengan kepentingan pemegang saham (Kompas, 2003). PT.Bank Niaga, Tbk. menjual sebagian saham kepada karyawannya melalui program ESOP dengan tujuan meningkatkan motivasi dan produktifitas, serta memperoleh dan mempertahankan sumber daya manusia yang berdedikasi, dimana saham ESOP yang diterbitkan sebanyak 3,912 miliar lembar dengan harga per lembar saham sebesar Rp 32,4 (Tempo, 2004). PT.Bank BNI, Tbk. berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa 6 September 2004 juga melaksanakan ESOP dengan menerbitkan empat persen dari sahamnya, dan diungkapkan oleh Fero

Korespondensi dengan Penulis:

Christian Herdinata: Telp. + 62 31 745 1699, Faks. +62 31 745 1698
E-mail: christian.herdinata@ciputra.ac.id

Poerbonegoro selaku Direktur PT.Bank BNI, Tbk., ESOP ini diperlukan sebagai apresiasi kepada karyawan dan meningkatkan rasa kepemilikan (Kompas, 2004). Hal serupa juga dilakukan oleh PT.Ramayana Lestari Sentosa,Tbk. yang memberikan opsi pembelian saham kepada para karyawannya sebanyak 160 juta lembar dengan harga Rp50,00 per lembar saham, dimana jumlah saham yang ditawarkan kepada karyawan ini meningkat lima kali dibandingkan dengan jumlah sebelumnya yaitu sebanyak 32 juta lembar saham (Indofinanz, 2005).

ESOP adalah pemberian hak (*opsi*) kepada karyawan untuk membeli sebagian saham perusahaan dalam suatu periode tertentu pada tingkat harga yang sudah ditentukan ketika opsi diberikan (Telaumbauna, 2000). Selain itu, Little (2000) mendefinisikan konsep opsi saham karyawan sebagai hak yang dihadiahkan perusahaan kepada karyawannya untuk membeli sejumlah saham perusahaan pada harga yang ditentukan selama periode tertentu. Pelaksanaan ESOP di Indonesia, menurut Tim Studi Penerapan ESOP Pasar Modal Indonesia-Bapepam (2002) melalui: program alokasi khusus bagi karyawan (*employee stock allocation/ESA*), program pemberian bonus dalam bentuk saham (*share bonus plan*), dan program pemberian opsi atas saham (*stock option plan*). 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.

Menurut teori keagenan, Jensen & Meckling (1976), dinyatakan bahwa perusahaan yang memi-

sahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajer dan karyawan diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan investasi. Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajer dan karyawan diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan investasi (Wahidahwati, 2002). Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham, 1996). Namun di pihak lain, manajer perusahaan dan karyawan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, maka timbul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajemen dan karyawan.

Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dan karyawan perusahaan dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Salah satu alternatifnya, yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan bagi pihak manajemen dan karyawan, dimana mereka akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil, dan apabila terjadi kerugian maka ada konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan pihak manajemen dan karyawan perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Maka dari itu, penerapan ESOP merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajemen dan karyawan perusahaan.

Pelaksanaan praktik ESOP di Indonesia, menurut Tim Studi Penerapan ESOP Pasar Modal Indonesia-Bapepam (2002) memiliki dua peraturan pokok, yaitu: Peraturan Bapepam No. IX.A.7 tentang Tanggung Jawab Manajer Penjatahan Dalam

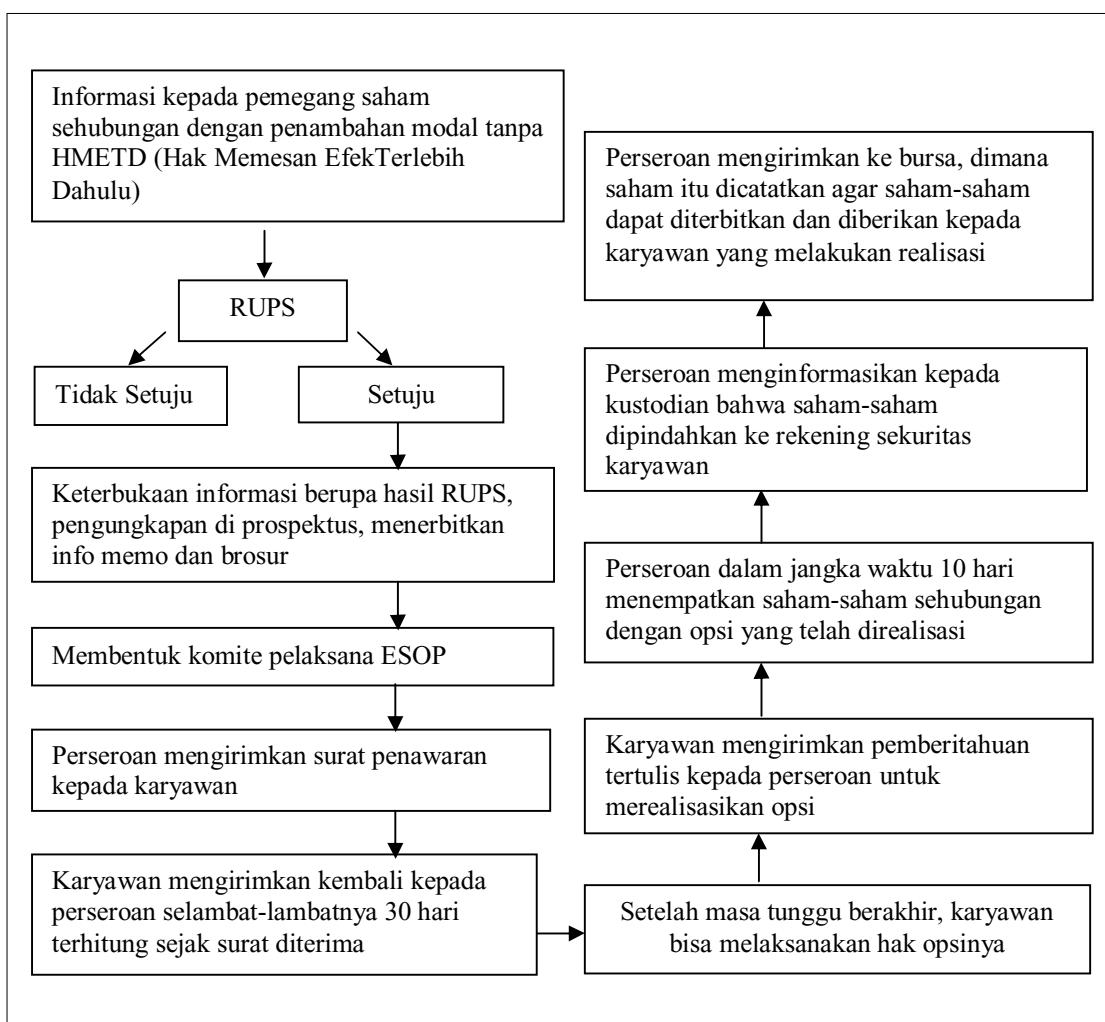
Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Employee Stock Ownership Program

Christian Herdinata

Rangka Pemesanan dan Penjatahan Efek Dalam Penawaran Umum, yang mengatur bahwa pegawai mendapat prioritas dari penjatahan sampai dengan jumlah paling banyak 10% dari jumlah penawaran umum. Kemudian, Peraturan Bapepam No.IX.D.4 tentang Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) yang mengatur bahwa *emiten* atau perusahaan publik dapat menambah modal tanpa memberikan HMETD kepada pemegang saham sepanjang ditentukan dalam anggaran dasar dan jika dalam jangka waktu tiga tahun penambahan modal tersebut sebanyak-banyaknya

5% dari modal disetor. Mekanisme pelaksanaan ESOP oleh perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia (Mangajun, 2004), disajikan pada Gambar 1.

Pengumuman atas suatu informasi bagi para investor dapat memberikan sinyal positif bagi investasinya, tetapi di sisi lain dapat memberikan sinyal yang negatif. Hipotesa pasar modal yang efisien menyatakan bahwa harga sekuritas secara cepat mencerminkan semua informasi yang relevan, atau dengan kata lain keputusan investasi yang dilakukan oleh investor merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima (Tambotoh &



Gambar 1. Mekanisme Penerapan ESOP oleh Perusahaan yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia

Sumber: diolah dari Harian Bisnis Indonesia

Sunarto, 2001). Apabila pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Ghozali & Solichin, 2003).

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 (Mahgianti, 2002). Persepsi dan ekspektasi dapat memengaruhi perilaku keputusan investasi dari investor dalam membeli, menanamkan, atau menjual saham-saham dari perusahaan-perusahaan emiten yang belum mempublikasikan atau mengumumkan berita, yang dapat berupa *good news* dan *bad news* (Lako 2005).

Pengumuman ESOP memberikan informasi bahwa perusahaan memiliki karyawan dengan motivasi yang tinggi dalam bekerja karena adanya penghargaan (*reward*) berupa kepemilikan saham perusahaan, selain itu kepemilikan saham tersebut akan meningkatkan rasa memiliki (*sense of belonging*) sehingga mendorong produktivitas karyawan dalam bekerja. Oleh karena itu, pengumuman ESOP memiliki kandungan informasi yang positif dan diterima sebagai berita baik (*good news*) oleh investor. Penelitian reaksi pasar terhadap pengumuman ESOP telah dilakukan oleh Davidson & Worell (1994) dan Yeo, et al. (1999) dalam Mekong (2002) yang menemukan *abnormal return* positif dan signifikan di sekitar pengumuman. Hal itu didukung oleh Mehran (1999) yang menguji *abnormal return* di sekitar pengumuman ESOP selama periode 1971-1995 dan hasilnya 60% perusahaan pelaksana ESOP mengalami peningkatan harga saham pada 2 hari setelah pengumuman dengan rata-rata peningkatan sebesar 1,6%. Penelitian lain yang dilakukan dalam kaitan antara implikasi pelaksanaan ESOP terhadap kinerja perusahaan yang terkait dengan ROA (*return on assets*) dan telah diteliti di luar negeri, antara lain oleh Mehran (1999), menemukan bahwa 382 perusahaan ESOP mempunyai ROA sekitar 2,7% lebih tinggi dibanding yang tidak melak-

sanakan ESOP. Hal tersebut didukung oleh temuan Kruse & Blasi (2001); Kruse (2002); Mekong (2002), bahwa perusahaan dengan kepemilikan saham karyawan menghasilkan peningkatan atas ROA selama sepuluh tahun 2.0% - 2.5% lebih tinggi dibanding perusahaan tanpa ESOP. Selain itu, hasil studi tentang implikasi pelaksanaan ESOP terhadap kinerja perusahaan yang terkait dengan EPS (*earnings per share*) antara lain oleh Caughlan (1997) menguji kaitan antara ESOs (*Employee Stock Options*) dan EPS, didalam pengujiannya dibandingkan antara EPS dari perusahaan yang melaksanakan ESOP dan yang tidak melaksanakan ESOP, ditemukan bahwa ESOP dapat meningkatkan EPS.

Chang (2002) juga menemukan adanya *abnormal return* di seputar tanggal pengumuman ESOP, hasilnya terdapat *abnormal return* positif dan signifikan pada saat ESOP diumumkan. Dhiman (2009) Penerapan ESOP juga dapat meningkatkan produktivitas karyawan sehingga pelaksanaan ESOP pada perusahaan dapat memberikan reaksi yang positif. Selain itu, penelitian Ivanov & Zaima (2011) menemukan bahwa efek dari pelaksanaan ESOP yang diterapkan di perusahaan akan memberikan *cost of capital* yang optimal bagi perusahaan. Hal ini akan mendapat reaksi yang positif dari para investor atas pelaksanaan ESOP yang diterapkan oleh perusahaan. Studi tentang implikasi penerapan ESOP terhadap reaksi pasar belum banyak dilakukan, khususnya di Indonesia. Penelitian ini menguji reaksi pasar di seputar pengumuman ESOP di Bursa Efek Indonesia.

HIPOTESIS

Atas dasar penalaran dan hasil penelitian tersebut, dirumuskan hipotesis: pasar bereaksi positif di seputar pengumuman ESOP

METODE

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini memiliki kriteria: *pertama*, perusahaan terdaftar di

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Employee Stock Ownership Program

Christian Herdinata

BEI periode 1 Januari 2000 - 31 Desember 2010. Kedua, perusahaan mengumumkan ESOP periode 1 Januari 2000 - 31 Desember 2010. Ketiga, perusahaan tidak melakukan pengumuman lain seperti laporan keuangan, *right issue*, *dividen*, *merger*, dan *stock split* pada 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman ESOP untuk menghindari terjadinya *confounding effect*. Keempat, perusahaan memiliki kelengkapan data laporan keuangan. Proses pemilihan sampel ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1. Proses Pemilihan Sampel

Proses	Jumlah
Pengumuman pelaksanaan ESOP pada periode 1 Januari 2000 - 31 Desember 2010	63
Pengumuman lain pada lima hari sebelum ($t-5$) dan lima hari sesudah ($t+5$) pengumuman ESOP	(25)
Sampel Akhir	38

Jenis data sekunder, yaitu: (1) tanggal pengumuman ESOP hasil RUPS diperoleh dari *website idx.co.id*; (2) harga saham penutupan harian periode 2000-2010 didapat dari *website yahoo finance.com*; (3) IHSG harian periode 2000-2010 diperoleh dari *yahoofinance.com*; (4) harga saham dan *return* saham periode 2000-2010 diperoleh dari data Pusat Pengembangan Akuntansi (PPA) UGM; (5) laporan keuangan perusahaan *go public* tahun 2000-2010 diperoleh dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*).

Pengujian hipotesis terkait reaksi pasar dilakukan (Harijono, 1999) sebagai berikut: (1) Mengidentifikasi peristiwa dan memutuskan periode estimasi dan periode kejadian. (2) Melakukan estimasi terhadap *abnormal return* atau *excess return*. *Expected return* diperoleh dari hubungan model pasar dari setiap perusahaan, yaitu:

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

Keterangan

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

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

α_i dan β_i = hasil regresi dari keseluruhan pada periode estimasi yaitu 30 hari perdagangan sebelum periode *event* $t-35$ hingga $t-6$ dimana $t-0$ adalah hari pengumuman ESOP

$$\text{Rumus actual return saham } R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \dots \quad (2)$$

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

$$\text{Rumus actual return pasar adalah } R_{it} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad \dots \quad (3)$$

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

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

Menghitung kumulatif dari *abnormal return* (CAR_i) selama *event* periode dengan rumus, yaitu:

$$CAR_i = \sum_{t=-5}^{t=5} AR_{it} \quad \dots \quad (5)$$

Menghitung rata-rata kumulatif *abnormal return* CAR_{nt} dari seluruh saham pada *event* periode dengan rumus, yaitu:

$$\overline{CAR_{nt}} = \frac{\sum_{t=1}^n CAR_{it}}{n} \quad \dots \quad (6)$$

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

$$\overline{AR_{nt}} = \frac{\sum_{t=r+2+1}^{r+3} A_{it}}{N} \quad \dots \quad (7)$$

Standar deviasi AAR dihitung dengan rumus, yaitu:

$$\sigma_{ne} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N \sigma^2 ie}{N}} \quad \dots \dots \dots \quad (8)$$

$$\text{Nilai } t \text{ hitung: } \frac{\overline{AR}_{nt}}{\sigma_{ne}} \quad \dots \dots \dots \quad (9)$$

Keterangan

N = jumlah saham yang menjadi sampel

σ_{ie} = nilai standar deviasi AR pada periode estimasi

Nilai *cummulative average abnormal return* dan *standar deviasi cummulative average abnormal return* dengan rumus, yaitu:

$$\overline{CAR}_{nt} = \sum_{r=1}^{r=3} \overline{AR}_{nt} \quad \dots \dots \dots \quad (10)$$

Standar deviasi *cumulative average abnormal return*, yaitu:

$$\overline{SCAR}_{nt} = \sqrt{\sum_{r=1}^{r=3} \sigma_{ne}} \quad \dots \dots \dots \quad (11)$$

$$\text{Nilai } t \text{ hitung: } \frac{\overline{CAR}_{nt}}{\overline{SCAR}_{nt}} \quad \dots \dots \dots \quad (12)$$

HASIL

Statistik Deskriptif

Berdasarkan perbandingan jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI yang melaksanakan program ESOP bahwa sektor keuangan paling sering mengumumkan ESOP, mengindikasikan kemungkinan sektor ini menuntut kinerja tinggi dalam kehati-hatian dan kepercayaan masyarakat sehingga menerapkan ESOP sebagai bentuk kompensasi bagi karyawannya. Rata-rata waktu yang dibutuhkan untuk merealisasi program ESOP sejak adanya pengumuman keterbukaan informasi berupa hasil RUPS, pengungkapan di prospektus, atau penerbitan info memo dan brosur sampai masa tunggu

berakhir (*vesting period*), dilanjutkan dengan pengiriman pemberitahuan tertulis kepada perseroan untuk merealisasikan opsi saham tersebut adalah satu tahun.

Pengujian Hipotesis

Hasil perhitungan pada Tabel 2 menunjukkan *Average Abnormal Return* (AAR) yang tejadi selama *event period* tidak signifikan. AAR positif hanya muncul pada hari (t-5) dengan nilai 0,011 dan (t-4) dengan nilai 0,005, selanjutnya pada hari (t-1) dengan nilai 0,003. Perhitungan t-hitung ditemukan tidak signifikan, dimana nilai t-hitung < t-tabel. Gambar 2 memperlihatkan reaksi investor menjelang pengumuman ESOP pada hari (t-5), (t-4) dan (t-1) kearah nilai yang positif, tetapi pada hari (t=0) sampai hari (t+5) tampak perhitungan AAR pada *event period* bergerak turun ke arah nilai yang negatif walaupun pada (t+2) dan (t+3) kearah positif. Hal ini terjadi karena investor yang mendapatkan informasi sebelum pengumuman berekasi untuk membeli saham perusahaan dengan harapan memperoleh keuntungan atau *abnormal return* yang positif, kemudian menjual kembali saham-saham yang dibeli setelah hari pengumuman.

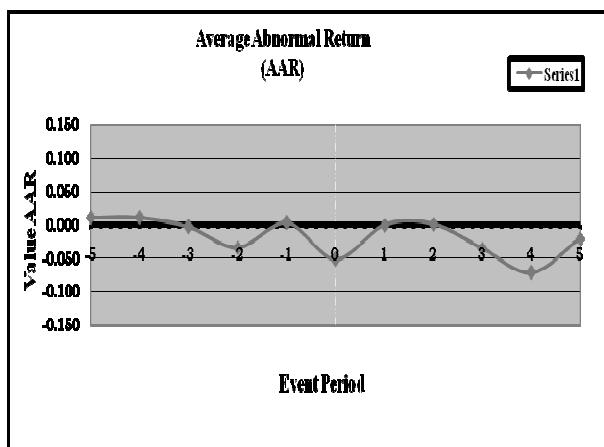
Tabel 2. Perhitungan *Average Abnormal Return* pada *Event Period*

Periode	AAR	CAAR	T-Hitung
-5	0.011	0.011	0.636
-4	0.011	0.023	0.634
-3	-0.003	0.020	-0.154
-2	-0.034	-0.014	-1.901
-1	0.003	-0.011	0.187
0	-0.051	-0.062	-2.878
1	0.000	-0.062	-0.001
2	0.001	-0.060	0.083
3	-0.035	-0.095	-1.985
4	-0.071	-0.167	-4.022
5	-0.020	-0.187	-1.135

Ket: * Signifikan pada level ? = 0.05 (t-hitung > 1.706)

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Employee Stock Ownership Program

Christian Herdinata



Gambar 2. Pergerakan Average Abnormal Return pada Event Period

PEMBAHASAN

Hasil analisis menunjukkan pasar cenderung negatif di seputar pengumuman ESOP dan tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena ESOP merupakan fenomena yang masih relatif baru bagi para investor sehingga dianggap memiliki risiko dan belum ada kepastian tentang tingkat keuntungan yang diperoleh. Di samping itu, investor juga memprediksi akan terjadi *dilution effect* dimana terjadi pengurangan laba untuk setiap lembar saham setelah dilaksanakannya hak opsi (*option right*) karena jumlah saham yang semakin bertambah dan program ESOP yang dilakukan dalam bentuk *stock option plan* dimana mengaitkan imbalan di masa mendatang memiliki risiko. Selain itu adanya faktor di luar kontrol perusahaan yang dapat memengaruhi harga saham seperti kondisi politik, ekonomi, sosial, dan keamanan di Indonesia, serta harga saham yang ditentukan oleh pasar yang sering kurang rasional dimana cenderung bereaksi berlebihan. Saham bisa *overpriced* pada kondisi *bullish* dan *underpriced* pada kondisi *bearish*. Hasil analisis reaksi pasar di seputar pengumuman ESOP tersebut tidak sejalan dengan penelitian Chang (1990), David & Woreel (1994), Mehran (1999), dan Yeo, et al. (1999) yang menemukan bahwa pasar

bereaksi positif dan signifikan di seputar pengumuman ESOP.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini menguji reaksi pasar di seputar pengumuman ESOP di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian membuktikan pasar cenderung bereaksi negatif di seputar pengumuman ESOP. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman ESOP belum dapat dianggap sebagai sinyal (*signaling*) yang memberikan informasi *good news* bagi investor di Indonesia dalam memperoleh keuntungan. Hal ini disebabkan ESOP merupakan fenomena yang relatif baru bagi investor, sehingga dianggap memiliki risiko dan belum ada kepastian keuntungan yang diperoleh. Investor juga memprediksi akan terjadi *dilution effect* dimana terjadi pengurangan laba untuk setiap lembar saham setelah dilaksanakan hak opsi (*option right*) karena jumlah saham yang beredar semakin bertambah dan program ESOP yang dilakukan dalam bentuk *stock option plan* akan mengaitkan imbalan di masa mendatang yang memiliki risiko. Selain itu, faktor di luar kontrol perusahaan yang memengaruhi harga saham seperti kondisi politik, ekonomi, sosial, dan keamanan di Indonesia, serta harga saham yang ditentukan oleh pasar sering kurang rasional dimana cenderung bereaksi berlebihan. Saham bisa *overpriced* pada kondisi *bullish* dan *under priced* pada kondisi *bearish*.

Saran

Saran untuk pengembangan penelitian berikutnya dapat melakukan penelitian dengan mengurangi faktor di luar kontrol yang dapat memengaruhi harga saham perusahaan. Selain itu, dapat mempertimbangkan pengaruh ESOP terhadap kinerja perusahaan di Indonesia.

Saran bagi investor sebagai pertimbangan mengambil keputusan dalam kebijakan investasi dengan memperhatikan reaksi pasar pada perusahaan yang melaksanakan ESOP di Bursa Efek Indonesia, agar memperoleh *abnormal return* positif. Selain itu, bagi pemegang saham, sebagai pertimbangan untuk melaksanakan atau tidak melaksanakan ESOP sebagai salah satu program yang mendukung dalam memberikan sinyal yang positif bagi investor atas investasi yang akan dilakukan. Karyawan dapat mengetahui reaksi pasar terhadap pelaksanaan ESOP, sehingga dapat menjadi pertimbangan didalam pengambilan keputusan berkaitan dengan penggunaan hak opsi atas kepemilikan saham pada perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bringham, E.F. & Gapenski, L.C. 1996. *International Financial Management*. Fifth Edition. Sea Harbor Drive: The Dryden Press.
- Chang, S. 1990. Employee Stock Ownership Plan and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation. *Financial Management*, 19: 48-58.
- Chang, S. & Mayers, D. 1992. Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence from Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Financial Economics*, 32:103-132.
- Coughlan, J.W. 1997. ESO and EPS. *Accounting Horizons*, 11(1): 25-38.
- Davidson, W.N. & Worrell, D.L. 1994. ESOP's Fables: The Influence of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Stock Price and Subsequent Operating Performance. *Human Resources Planning*, 15: 69-85.
- Dhiman, R.K. 2009. The Elusive Employee Stock Option Plan-productivity Link: Evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 58(6): 542-563.
- Ghozali, I. & Solichin, A. 2003. Analisis Dampak Pengumuman Right Issue terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 10(1): 100.
- Harijono. 1999. *Event Study*. Fakultas Ekonomi. Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economic*, 3: 305-350.
- Kruse, D. & Blasi, J. 2001. ESOP Correlation with Sales Growth and Sales per Employee. <http://www.fed.org/onlinemag/may01/profiles.htm>. (Diakses tanggal 8 Oktober 2011).
- Kruse, D. 2002. Correlation with Improved Return on Assets. *Journal of Employee Ownership Law and Finance*, 14(1).
- Lako, A. 2005. Investigasi Empiris terhadap Perilaku Free-Riding dalam Reaksi Pasar terhadap Publikasi Laba Good News dan Bad News. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 1(1): 1-19.
- Little, K. 2001. *Ten Minute Guide to Employee Stock Option Purchase Plans*. PT Andi Corptight.
- Mahgianti, R. 2002. Perilaku Harga dan Volume Perdagangan (Studi Peristiwa Dampak Penundaan Pencairan Bantuan IMF pada Saham Dominasi Asing dengan Pendekatan Koreksi Beta). *Simposium Nasional Akuntansi IV*: 956-983.
- Mangajun, H. 2004. Analisa Pelaksanaan *Employee Stock Option Program* (ESOP) pada Emiten atau Perusahaan Publik di BEJ Periode 1999-2001. Skripsi. Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Satya Wacana, Salatiga.
- Mehran, H. 1999. ESOP Companies and Return on Assets. *Working Paper*. Northwestern University for Hewitt Associates.
- Mekong, C. 2002. Introduction to Issuing Employee Stock Options for Vietnamese Companies. www.mekongcapital.com/html/downloads.htm. (Diakses tanggal 24 Juli 2011).
- Ivanov, S.I. & Zaima, J.K. 2011. Analysis of the Effects of ESOP Adoption on the Company Cost of Capital. *Managerial Finance*, 37(2): 173 – 188.
- Tambotoh, J. J. & Sunarto, H. 2001. Pengujian Efisiensi Bentuk Lemah Pasar Modal pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995-1997. *Dian Ekonomi*, VII(2).
- Telaumbauna, F.F. 2000. Opsi Saham Karyawan. *Bisnis Indonesia*, 29 Mei 2000.

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman *Employee Stock Ownership Program*

Christian Herdinata

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

Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan

Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi*, 5(1): 1-16.

Weili, L., Stohs, J., & Hoven, M. 2007. Managerial Turnover and ESOP Performance (Employee Stock Ownership Plans). *Quarterly Journal of Business and Economics*, 46.