

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN
CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) DIUKUR DENGAN
VARIABILITAS *RETURN SAHAM***



SKRIPSI

Diajukan untuk Melengkapi Tugas-tugas dan Memenuhi Syarat-syarat untuk
Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi
Universitas Sebelas Maret Surakarta

Oleh:

YOANNA NINDITA DESIANTARI

NIM. F 0305110

Fakultas Ekonomi
Universitas Sebelas Maret
Surakarta
2009

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan judul:

“REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER* (CEO) DIUKUR DENGAN VARIABILITAS *RETURN SAHAM*” telah disetujui dan diterima dengan baik oleh pembimbing skripsi.

Surakarta, Juli 2009

Diterima dan disetujui

Pembimbing Skripsi

Doddy Setiawan, S.E., M.Si., IMRI., Ak.

NIP. 197502182000121001

PENGESAHAN TIM PENGUJI

Telah disetujui dan diterima dengan baik oleh Tim Penguji Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi.

Surakarta, Juli 2009

Tim Penguji Skripsi:

1. Dra. Hanung Triatmoko, M.Si., Ak. Ketua (.....)
NIP. 196610281992031001
2. Doddy Setiawan, S.E.,M.Si.,IMRI., Ak. Pembimbing (.....)
NIP. 197502182000121001
3. Agus Widodo, S.E.,M.Si., Ak. Anggota (.....)
NIP. 197308252000121001

MOTTO

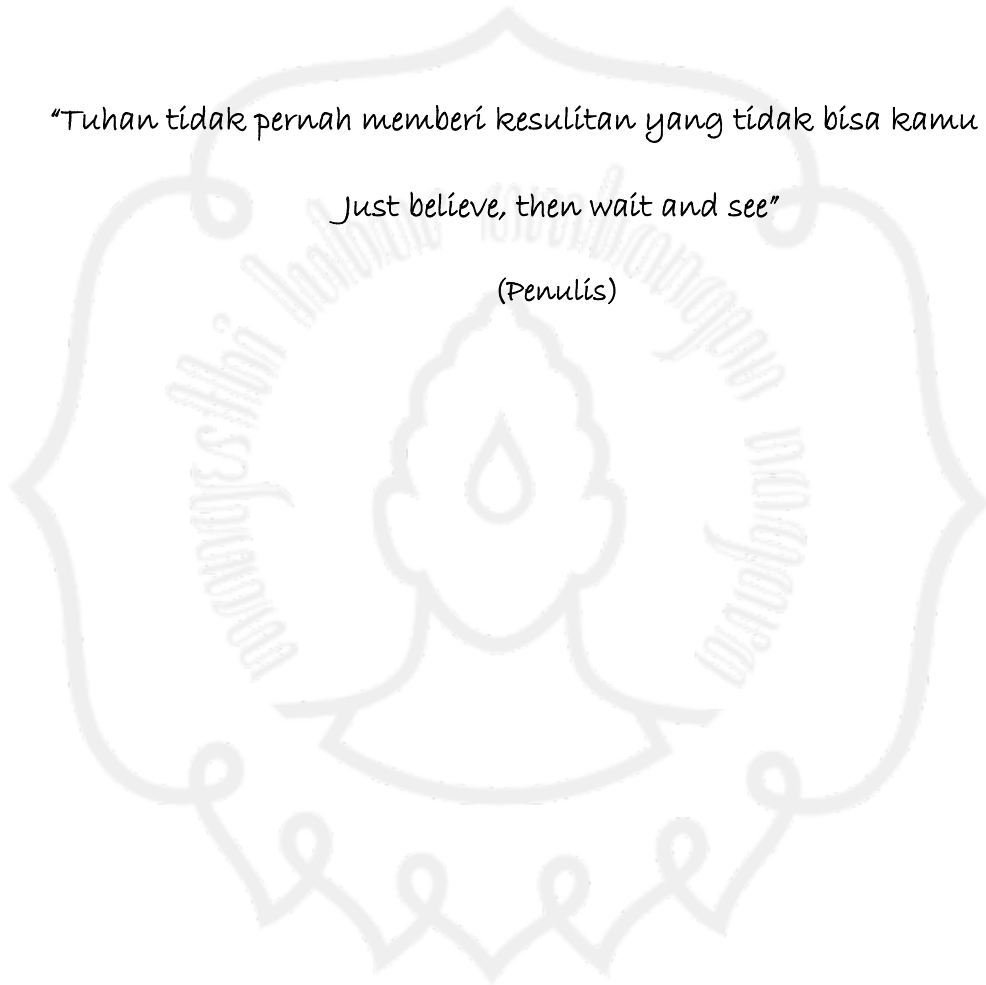
"Just do the best, lets God do the rest"

(Anonim)

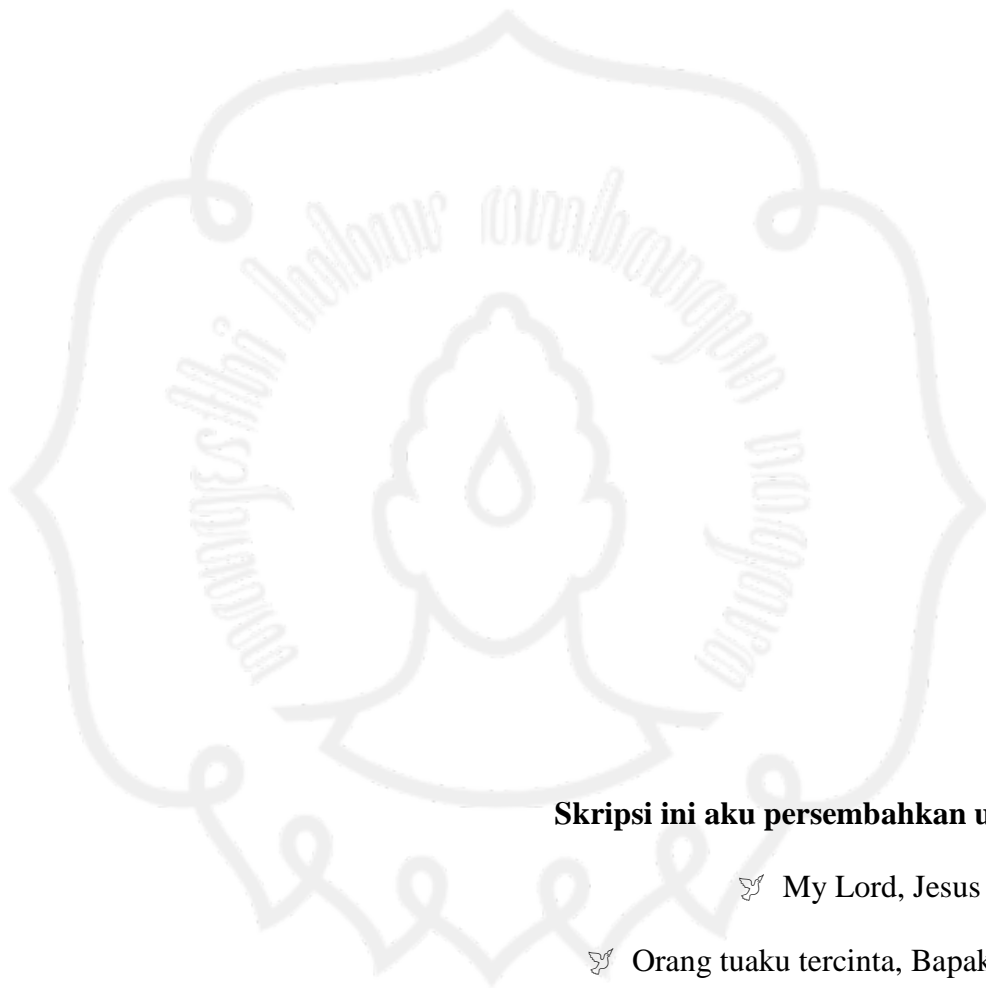
"Tuhan tidak pernah memberi kesulitan yang tidak bisa kamu lalui.

Just believe, then wait and see"

(Penulis)



PERSEMBAHAN



Skripsi ini aku persembahkan untuk:

- ✧ My Lord, Jesus Christ
- ✧ Orang tuaku tercinta, Bapak n Ibu
- ✧ Saudaraku tercinta, Mba Lia, Elis, n Mas Yudi
- ✧ Pria Ku, Laurensius Yuli Christian
- ✧ My luvly bestfriends, MiDiTriLiPi

KATA PENGANTAR

Puji Syukur penulis panjatkan kehadiran Tuhan Yang Maha Esa atas karunia, rahmat, serta petunjuk yang telah diberikan sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi dengan judul **“REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO)* DIUKUR DENGAN VARIABILITAS *RETURN SAHAM*”**. Skripsi ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Penulis sepenuhnya menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak terdapat kesalahan dan kekurangan karena keterbatasan pengetahuan yang penulis miliki. Tetapi penulis sudah berusaha untuk melakukan dengan sebaik-baiknya dan semua ini tidak terlepas dari dorongan, bimbingan, dan pengarahan dari berbagai pihak. Maka pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
2. Bapak Drs. Jaka Winarna, M.Si., Ak., selaku Ketua Jurusan Akuntansi dan Pembimbing Akademik, dan juga Ibu Dra. Evi Gantowati, M.Si., Ak., selaku Sekretaris Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

3. Bapak Doddy Setiawan, S.E., M.Si., IMRI., Ak., selaku Pembimbing Skripsi. Makasih ya Pak, telah dengan begitu telaten, sabar dan tiada lelah membimbing saya yang lemot ini. Maaf ya pak sering mengganggu.
4. Pak Timin yang sudah begitu baik dan telah banyak membantu kelancaran dalam proses administrasi.
5. Bapak, Ibu, Mba Lia, Elis, dan tentunya Mas Yudi, yang selalu mendoakan, memberi perhatian dan mendukung dalam setiap langkah yang aku ambil.
6. Laurensius Yuli Christian, makasih buat semua doa, dukungan, pengertian, keyakinan, kasih dan sayangnya selama ini. Wish all d bezt for us ya....
7. Sahabat-sahabatku tercinta, Mieke, Uli, Putri n Iin, plus Angga. Kalian adalah hadiah yang diberikan Tuhan bwat aku. Kalian yang bikin aku survive menjalani semuanya di Solo. Keep our friendship ya....
8. Sahabat seperjuanganku, Laura and Nelly. Wa!!!! Akhirnya selesai juga ya jenk ya.... Tak sia-sia deh acara pusing-pusing bareng kita.. Hehe...
9. Anak-anak Belanov, Begug, Linda, Andrias, Ika, Mas Iyank, Mas Ridho, and specially si Ganteng. Trimka ya ganteng.... Akhirnya tanggunganmu ilang atu ni....
10. Anak kost Mutiara dari kost mutiara berdiri sampe sekarang. Suka dan duka hidup merantau telah kita jalani. I'll miss u...
11. Semua anak-anak KMK yang aku kenal. Makasi ya... Trimka ya bwat semua moment-moment maniz, terutama kalo kita lagi retreat...
12. Temen-temen Akuntansi 2005, Merry, Feri Siti, Prima, Ketrin, Rita, Adjenk, Umi, Dian-Mbako, Isti, Laras, Sari, Anggi, Moniq, Munawir,

Ayox, Fijri, Dinar, Yoga, Erik, Ilyas, Memet, Andrek, Yano, Ajeng, Dian-Mio, Manda, Fany, Bintang, Indro, dll, dan semua yang namanya sudah disebutkan, dan yang belum disebutkan dan yang namanya tak boleh disebut, makasi ya telah memberi warna dalam satu bagian hidupku. Smangat guys!!!!

13. Seluruh pihak yang telah membantu dalam proses penyelesaian skripsi ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu. Terimakasih..

Penulis menyadari bahwa skripsi ini jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun demi kesempurnaan skripsi ini. Penulis juga berharap agar skripsi ini dapat bermanfaat bagi pembaca.

Surakarta, Juli 2009

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING.....	ii
PENGESAHAN TIM PENGUJI	iii
MOTTO	iv
PERSEMBAHAN.....	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
ABSTRAKSI	xvi
ABSTRACT.....	xvii

BAB I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Perumusan Masalah.....	7
C. Tujuan Penelitian.....	10
D. Manfaat Penelitian	12
E. Sistematika Penulisan	13

BAB II. LANDASAN TEORI

A. Efisiensi Pasar Modal.....	15
B. <i>Chief Executive Officer</i> (CEO).....	17
C. Pergantian CEO.....	18
D. Asal Pengganti CEO	19
E. Proses Pergantian CEO.....	20
F. <i>Event Study</i>	21
G. Kerangka Penelitian	22
H. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis	23

BAB III. METODOLOGI PENELITIAN

A. Desain Penelitian.....	32
B. Populasi dan Sampel Penelitian	33
C. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data.....	33
D. Variabel Penelitian dan Pengukurannya	34
1. Asal Pengganti CEO	34
a. Pengganti dari dalam perusahaan (<i>inside</i>).....	34
b. Pengganti dari luar perusahaan (<i>outside</i>)	34
2. Proses Pergantian CEO	35
a.. Pergantian CEO rutin	35
b. Pergantian CEO nonrutin.....	35
3. Variabilitas <i>Return Saham</i>	35
E. Teknik Analisis Data	41

BAB IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data	43
B. Hasil Koreksi Beta.....	45
C. Pengujian Variabilitas <i>Return</i> Saham Terhadap Pengumuman Pergantian CEO	45
D. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Secara Keseluruhan	46
E. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO dengan Pengganti Berasal dari Dalam Perusahaan (<i>Inside</i>).....	48
F. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO dengan Pengganti Berasal dari Luar Perusahaan (<i>Outside</i>).....	50
G. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Secara Rutin	51
H. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Secara Nonrutin.	53
I. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Secara Rutin dengan Pengganti Berasal dari Dalam Perusahaan (<i>Inside</i>)	54
J. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Secara Rutin dengan Pengganti Berasal dari Luar Perusahaan (<i>Outside</i>)	56
K. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Secara Nonrutin dengan Pengganti Berasal dari Dalam Perusahaan (<i>Inside</i>)	57
L. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Secara Nonrutin dengan Pengganti Berasal dari Luar Perusahaan (<i>Outside</i>)	59
M. Pembahasan	60

BAB V. PENUTUP

A. Kesimpulan64

B. Keterbatasan66

C. Saran.....66

DAFTAR PUSTAKA68

LAMPIRAN



DAFTAR TABEL

Tabel IV. 1	Prosedur Pemilihan Sampel.....	44
Tabel IV. 2	Hasil Uji-T Terhadap Seluruh Pengumuman Pergantian CEO	47
Tabel IV. 3	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO <i>Inside</i>	48
Tabel IV. 4	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO <i>Outside</i>	50
Tabel IV. 5	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin.....	52
Tabel IV. 6	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Nonrutin	53
Tabel IV. 7	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin <i>Inside</i>	55
Tabel IV. 8	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin <i>Outside</i> .	56
Tabel IV. 9	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Nonrutin <i>Inside</i>	58
Tabel IV. 10	Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Nonrutin <i>Outside</i>	59

DAFTAR GAMBAR

Gambar II. 1	Kerangka Penelitian.....	22
--------------	--------------------------	----



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Nama Perusahaan yang menjadi Sampel dalam Penelitian.....	1
Lampiran 2	Daftar Beta Sebelum dan Setelah Koreksi	27
Lampiran 3	Hasil SRV	30



ABSTRAKSI**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN
CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) DIUKUR DENGAN
VARIABILITAS *RETURN* SAHAM**

Yoanna Nindita Desiantari

F 0305110

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menemukan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO. Penulis menggunakan *security return variance* untuk menemukan kandungan informasi yang terdapat dalam pengumuman pergantian CEO. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 123 pengumuman yang terjadi pada periode 2004-2007. Penelitian ini mempertimbangkan *confounding effect*, asal pengganti CEO dan proses pergantian. Berdasarkan asal pengganti, sampel dibagi menjadi *inside* dan *outside*. Berdasarkan proses, sampel dibedakan menjadi rutin dan nonrutin.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap seluruh pengumuman pergantian CEO, pergantian CEO rutin, pergantian CEO nonrutin, pergantian CEO rutin *inside*, dan pergantian CEO nonrutin *inside*. Pasar bereaksi terhadap pergantian CEO *inside*, pergantian CEO *outside*, pergantian CEO rutin *outside*, dan pergantian CEO nonrutin *outside*. Dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi terutama terhadap asal pengganti CEO.

Kata kunci: reaksi pasar, *security return variance*, pergantian CEO

ABSTRACT**MARKET REACTION TO CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO)
TURNOVER ANNOUNCEMENT MEASURED WITH
SECURITY RETURN VARIANCE****Yoanna Nindita Desiantari****F 0305110**

The goal of the research is to find empiric proof of market reaction to CEO turnover announcement. The writer used security return variance to find out the information of CEO turnover announcement. As the samples, the research used 123 announcements from 2004-2007. The research considered confounding effect, the origin of successor and the process of turnover. Based on the origin of successor, samples are divided into inside and outside. Based on the process, samples are categorized as routine and non-routine.

The findings of the research revealed that market does not react due to the whole CEO turnover announcement, routine CEO turnover, non-routine CEO turnover, routine inside CEO turnover, and non-routine outside CEO turnover. The market reacts due to inside CEO turnover, outside CEO turnover, routine outside CEO turnover, and non-routine outside CEO turnover. Based on the findings of the research, it might be concluded that the market reacts especially due to the origin of successor.

Key word: market reaction, security return variance, CEO turnover

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pasar modal pada dasarnya sama seperti pasar pada umumnya, yaitu tempat bertemunya penjual dan pembeli. Di pasar modal, yang paling umum diperjualbelikan adalah modal berupa hak pemilikan perusahaan (saham) dan surat pernyataan hutang perusahaan (obligasi). Di pasar modal Indonesia, yang paling banyak diperdagangkan adalah saham.

Agar para investor bersedia untuk menyalurkan dananya melalui pasar modal, para investor menginginkan perasaan aman akan investasinya. Maka, para investor berusaha mendapatkan berbagai jenis informasi yang berguna dan melakukan berbagai teknik analisis untuk mengurangi ketidakpastian investasi, memperkirakan aliran kasnya di masa yang akan datang, menentukan sekuritas apa yang harus dibeli dan dijual dan tentunya menghasilkan *return* yang tinggi.

Pengambilan informasi yang relevan sebagai pertimbangan untuk mengambil keputusan dalam melakukan investasi di pasar modal sangat diperlukan oleh seorang investor. Informasi tersebut dibutuhkan untuk menetapkan harga saham sehingga mencerminkan hubungan antara tingkat risiko sebagai konsekuensi yang mungkin harus dihadapi atau keuntungan

yang akan diperoleh sebagai imbalan atas investasi yang telah dilakukan, dan bagi para investor untuk memperoleh portofolio sebagai preferensinya sendiri dalam mendapatkan tingkat pengembalian maksimum dengan tingkat risiko tertentu.

Harga saham terpengaruh dengan semua jenis informasi, baik informasi masa lalu, informasi publik, maupun informasi privat. Informasi tersebut dapat berupa laporan tahunan perusahaan, pembagian dividen, pemecahan saham, pengumuman merger dan akuisisi, analisis dari para analis saham, dan masih banyak lagi. Salah satu informasi publik yang dapat diketahui investor melalui berbagai media adalah pengumuman pergantian *Chief Executive Officer* (CEO).

Chief Executive Officer atau sering juga disebut manajer puncak atau direktur utama merupakan eksekutif tertinggi yang mengelola keseluruhan organisasi. CEO bertugas untuk mencapai tujuan organisasi, strategi keseluruhan, dan kebijakan operasional. CEO juga memiliki tanggung jawab untuk membuat keputusan mengenai berbagai aktivitas seperti akuisisi perusahaan lain, investasi dalam penelitian dan pengembangan, memasuki atau mengabaikan berbagai pasar, dan membangun fasilitas pabrik dan kantor yang baru (Griffin, 2004).

CEO memiliki peran dan tanggung jawab yang besar terhadap perusahaan, maka pengumuman mengenai pergantian CEO adalah salah satu tindakan penting bagi perusahaan. Pergantian CEO berdasarkan proses dapat diklasifikasikan menjadi dua, yaitu pergantian CEO secara

rutin dan pergantian non rutin. Pergantian CEO rutin merupakan pergantian CEO yang dilakukan berdasarkan struktur perusahaan, dilakukan secara teratur, dan merupakan pergantian yang telah direncanakan. Sedangkan pergantian CEO secara nonrutin merupakan proses pergantian yang tidak teratur, tidak direncanakan, dan dilakukan pada waktu tertentu. Pergantian non-rutin meliputi pengunduran diri CEO dan pemecatan atau penghentian sebelum habis masa jabatannya (Vancil dalam Pourciau, 1993).

Pergantian CEO juga dapat diklasifikasikan berdasarkan asal pengganti CEO, yaitu pengganti dari dalam perusahaan (*inside*) dan pengganti dari luar perusahaan (*outside*). Pergantian CEO dikategorikan sebagai *inside* apabila CEO yang baru sebelumnya adalah anggota dari dewan direksi (Dahya dan McConnell, 2002). Pergantian CEO dikategorikan sebagai *outside* apabila CEO baru sebelumnya bukan anggota dari dewan direksi, CEO baru tidak memiliki hubungan keluarga dan CEO baru sebelumnya bukan pegawai di perusahaan (Dahya dan McConnell, 2002).

Pergantian CEO dapat menimbulkan reaksi terhadap pasar modal yang bersangkutan. Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pergantian CEO telah dilakukan oleh beberapa peneliti dari dalam negeri (Indonesia) dan luar negeri. Penelitian-penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan yang beragam. Penelitian di luar negeri antara lain dilakukan di Amerika Serikat oleh Weisbach (1988), Warner, Watts, dan Wruck (1988), dan

Jenter dan Kanaan (2006), mereka menemukan hasil yang beragam. Weisbach (1988) menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO. Jenter dan Kanaan (2006) menemukan bahwa pasar bereaksi negatif. Sedangkan Warner, Watts, and Wruck (1988) menemukan bahwa pasar tidak bereaksi secara atas pergantian CEO.

Penelitian di Jepang dilakukan oleh Kang dan Shivdasani (1996) atas 432 perusahaan pada tahun 1985-1990. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada saat pengumuman terdapat *return* positif atas pergantian *top management*. Pengaruh terhadap *return* lebih besar untuk pergantian secara paksa (*forced turnover*) daripada pergantian secara normal. Pengaruh harga saham juga positif pada hari pengumuman ketika *forced turnover* dilakukan dan pengganti berasal dari luar perusahaan (*outside*).

Penelitian di Denmark dilakukan oleh Neumann dan Voetmann (1999) terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Copenhagen Stock Exchange* pada periode 1994-1998. Hasil penelitian menunjukkan pasar bereaksi positif terhadap pergantian secara paksa (*forced layoffs*) dan bereaksi negatif terhadap pengunduran diri yang dilakukan secara sukarela (*voluntary resignations*).

Penelitian di Inggris dilakukan oleh Dedman dan Lin (2000) dan Dahya dan McConnell (2002). Dedman dan Lin (2000) menemukan bahwa tidak ada reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO yang diumumkan bersamaan dengan pengumuman lain. Sedangkan Dahya dan

McConnell (2002) menemukan bahwa harga saham bereaksi positif untuk pergantian *inside* maupun pergantian *outside*. Tetapi, reaksi untuk pergantian *outside* lebih besar daripada pergantian *inside*.

Penelitian di Prancis dilakukan oleh Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) pada tahun 1988 sampai tahun 1992. Penelitian membagi pergantian CEO menjadi tiga, yaitu pengunduran diri karena dipaksa (*forced resignation*), pergantian dengan sukarela (*voluntary departures*), dan penghentian terkait usia (*age-related retirements*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman pergantian CEO yang dipaksa menunjukkan *abnormal return* positif. Pergantian sukarela tidak menyebabkan reaksi pasar dan pergantian terkait usia menyebabkan reaksi harga yang negatif.

Penelitian di pasar modal Indonesia dilakukan oleh Setiawan (2007). Setiawan (2007) melakukan penelitian terhadap 59 pergantian CEO pada tahun 1992-2003 pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta menggunakan Variabilitas *Return Saham*. Hasil penelitian Setiawan (2007) terhadap keseluruhan sampel menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi, tetapi pasar justru bereaksi ketika proses pergantian terjadi secara rutin dan berasal dari dalam perusahaan, atau proses terjadi secara nonrutin dengan asal pengganti dari luar perusahaan. Setiawan (2008) melakukan penelitian lagi dengan menggunakan alat pengukuran yang berbeda yaitu dengan *abnormal return*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar menilai pengumuman pergantian CEO sebagai *good news*

sehingga pasar bereaksi positif. Pasar juga bereaksi positif ketika pergantian bersifat rutin dan berasal dari dalam perusahaan. Tetapi, ketika pergantian bersifat rutin dan pengganti berasal dari luar perusahaan, pasar bereaksi negatif. Hasil penelitian dengan *trading volume activity* (Setiawan dan Hananto, 2008) menemukan hasil yang berbeda, yaitu pasar tidak bereaksi terhadap pergantian CEO. Tetapi, ketika unsur *confounding effects* dimasukkan, ternyata terdapat perbedaan *trading volume activities* yang signifikan antara 20 hari sebelum pengumuman dan 20 hari setelah pengumuman.

Berdasarkan penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, diperoleh hasil yang bervariasi mengenai pengaruh pergantian CEO pada pasar modal di berbagai negara. Hal ini memotivasi penulis untuk melakukan penelitian dengan topik yang sama. Penelitian ini mereplikasi penelitian Setiawan (2007). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan terletak pada periode penelitian dan dimasukkannya unsur *confounding effect*.

Setiawan (2007) meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO pada tahun 1992-2003, sedangkan penelitian ini meneliti pengumuman pergantian CEO dari tahun 2004-2007. Periode 2004-2007 diambil karena pada tahun 2003, Indonesia dinilai sudah bebas dari pengaruh krisis ekonomi yang terjadi pada tahun 1998. Hal ini ditandai dengan suku bunga SBI semakin turun, nilai tukar rupiah menguat, uang primer terkendali, dan fungsi intermediasi perbankan mulai bergerak lagi

(Abdullah, 2003), sehingga tahun 2004-2007 keadaan ekonomi dan investasi Indonesia dinilai stabil.

Pengklasifikasian sampel menjadi sampel *with confounding effect* dan *nonconfounding effect* mengikuti pengklasifikasian yang dilakukan oleh Lako (2003). Penelitian sebelumnya tidak memperhitungkan unsur *confounding effect*. *Confounding effect* adalah seluruh *event* mikro dan makro yang diumumkan oleh perusahaan selama periode jendela yang dapat berpengaruh secara signifikan terhadap volatilitas harga saham pada periode jendela (Delay et al, 1995 dalam Lako, 2004). Lako (2003) menyatakan bahwa *confounding effect* berpengaruh secara signifikan terhadap variabilitas *return* saham. Tujuan dari pengklasifikasian sampel menjadi *with confounding effect* dan *nonconfounding effect* adalah untuk mencari bukti empiris apakah ada perbedaan hasil penelitian terhadap sampel yang mengandung unsur *confounding effect* dengan sampel yang bersih dari *confounding effect*.

Peneliti akan menggunakan variabilitas *return* saham sebagai alat pengukuran dalam penelitian. Alasan penggunaan variabilitas *return* saham adalah untuk melihat apakah pengumuman pergantian CEO mengakibatkan perubahan pada distribusi *return* saham. Penelitian reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO yang menggunakan *security return variance* (SRV) pernah dilakukan oleh Warner, Watts, dan Wruck (1988). Penelitian tersebut menguji variabilitas *return* saham untuk peristiwa pergantian CEO secara keseluruhan. Hasil dari penelitian

tersebut adalah pasar tidak bereaksi atas pergantian CEO. Setiawan (2007) juga meneliti menggunakan SRV dan hasilnya, pasar tidak bereaksi terhadap keseluruhan sampel, tetapi pasar justru bereaksi ketika proses pergantian terjadi secara rutin dan berasal dari dalam perusahaan, atau proses terjadi secara nonrutin dengan asal pengganti dari luar perusahaan. Perbedaan indikator SRV dengan *abnormal return* adalah semua nilai menjadi positif sehingga keragaman informasi dapat dihilangkan dan dampak dari informasi yang beragam dapat dideteksi dengan menggunakan dengan indikator SRV. Ketika *abnormal return* dirata-rata, maka nilai positif dan negatif dapat saling menghilangkan. Sedangkan ketika perhitungan SRV dirata-rata, nilai positif dan negatif tidak ada efek saling menghilangkan karena semua nilai SRV positif. Penelitian dengan menggunakan SRV dimaksudkan hanya untuk melihat apakah terdapat reaksi pasar atas pengumuman, bukan untuk melihat arah dari reaksi.

B. Perumusan Masalah

Pokok permasalahan dalam penelitian ini berkaitan dengan kandungan informasi yang terdapat pada pengumuman pergantian CEO. Maka, perumusan masalah pada penelitian ini adalah:

- 1) Apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?

Dari rumusan masalah utama, dikembangkan rumusan masalah berikutnya yaitu dengan melihat asal pengganti CEO, apakah berasal dari dalam perusahaan (*inside*) atau dari luar perusahaan (*outside*). Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) menyatakan, pengangkatan CEO baik dari dalam maupun dari luar perusahaan memiliki keuntungan masing-masing. Mempromosikan pengganti dari dalam perusahaan memiliki keuntungan antara lain, memiliki pemahaman yang lebih baik mengenai kondisi perusahaan, mengenai pasar dan kompetisi yang dihadapi, dan sebagainya. Pengganti dari luar perusahaan memberikan keuntungan yang berbeda, antara lain pengganti dapat membawa perubahan dan kreativitas yang lebih baik, terutama jika perusahaan mengalami kinerja yang buruk. Berdasarkan kelebihan-kelebihan tersebut, maka peneliti ingin mengetahui, apakah pasar bereaksi terhadap asal pengganti CEO, sehingga rumusan masalah selanjutnya adalah:

- 2) Apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?
- 3) Apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?

Rumusan masalah selanjutnya yaitu dengan melihat sifat pergantian CEO, apakah pergantian bersifat rutin atau nonrutin. Pourciau (1993) menyatakan, dalam proses pergantian rutin, proses pergantian telah direncanakan dengan baik, sedangkan yang sebaliknya terjadi dalam proses pergantian nonrutin. Berdasarkan hal tersebut, peneliti ingin mengetahui apakah pasar bereaksi terhadap proses pergantian CEO, sehingga rumusan masalah selanjutnya adalah:

- 4) Apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?
- 5) Apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?

Setelah mempertimbangkan asal pengganti dan sifat pergantian, peneliti menggabungkan kedua hal tersebut agar didapatkan hasil yang lebih baik mengenai pergantian CEO yang bagaimana yang akan direaksi oleh pasar. Berdasarkan hal tersebut, maka rumusan masalah selanjutnya adalah:

- 6) Apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?

- 7) Apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?
- 8) Apakah pasar bereaksi dalam pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?
- 9) Apakah pasar bereaksi dalam pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*?

C. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumuan masalah, tujuan penelitian ini adalah:

- 1) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan memperhatikan *confounding effect*.
- 2) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*)

dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.

- 3) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.
- 4) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.
- 5) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.
- 6) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.
- 7) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.

- 8) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.
- 9) Memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect*.

D. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut:

- 1) Bagi investor

Penelitian ini diharapkan bisa memberi referensi bagi investor, sehingga ketika ada pengumuman mengenai pergantian CEO, investor dapat bereaksi dengan tepat.

- 2) Bagi emiten

Penelitian ini diharapkan bisa memberi informasi pada emiten, sehingga apabila emiten akan melakukan pergantian CEO, emiten tersebut sudah dapat memperkirakan reaksi pasar yang akan terjadi

sehingga dapat mencari *moment* yang tepat untuk melakukan pergantian CEO.

E. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

BAB II Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Bab ini berisi pembahasan mengenai tinjauan-tinjauan teoritis, literatur-literatur yang mendukung topik penelitian, penelitian terdahulu dan pengembangan hipotesis.

BAB III Metode Penelitian

Bab ini berisi mengenai metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini. Bab ini membahas tentang desain penelitian, populasi dan sampel penelitian, prosedur pemilihan sampel, teknik pengumpulan data, variabel penelitian dan pengukurannya, dan teknik analisis data.

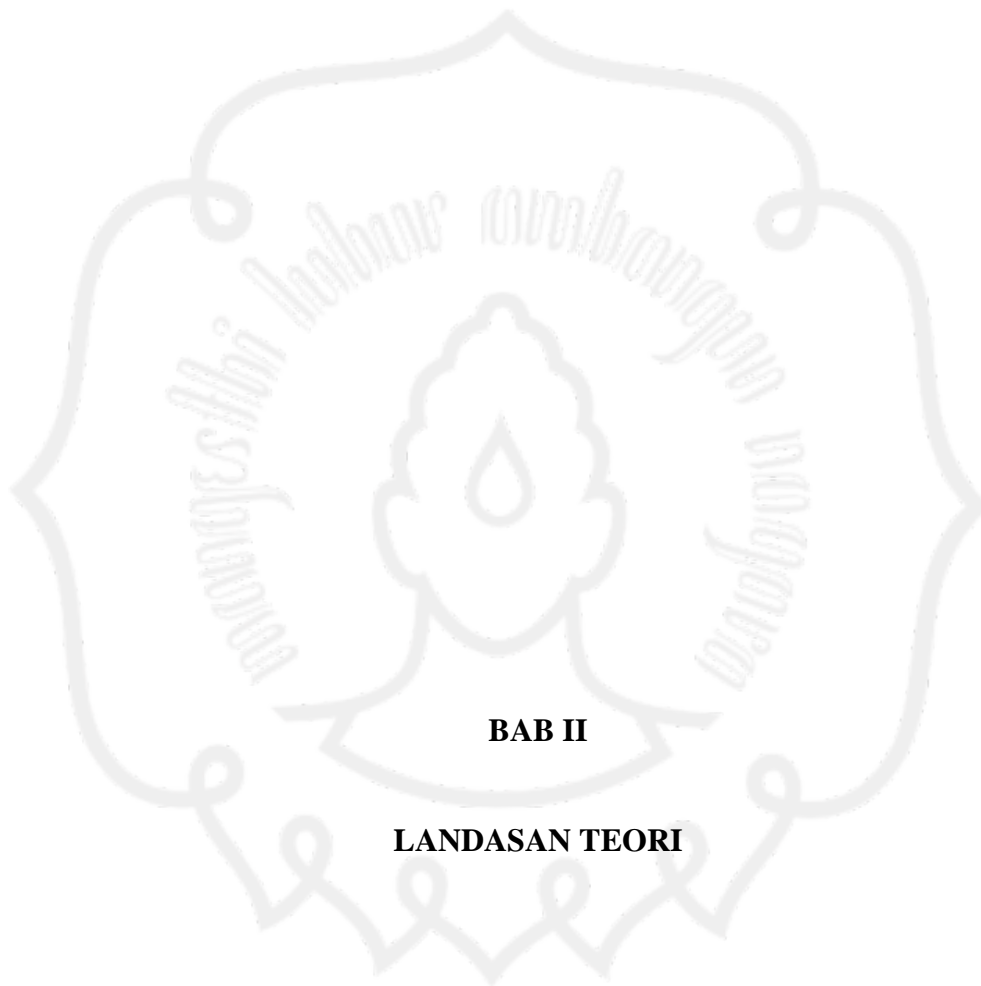
BAB IV Analisis Data dan Pembahasan

Bab ini membahas mengenai data yang digunakan, pengolahan data tersebut dengan alat analisis yang diperlukan dan hasil dari analisis data.

BAB V Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan yang diperoleh dari hasil analisis data yang telah dilakukan, keterbatasan yang melekat pada

penelitian, dan saran-saran yang diajukan untuk penelitian selanjutnya.



BAB II

LANDASAN TEORI

A. EFISIENSI PASAR MODAL

Tandelilin (2001) dalam konsep pasar efisien, menyebutkan bahwa informasi merupakan hal yang ditekankan, artinya pasar yang efisien adalah pasar di mana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Pertanyaannya adalah

informasi mana yang dapat digunakan untuk menilai pasar yang efisien, apakah informasi yang lama, informasi yang sedang dipublikasikan atau semua informasi yang termasuk informasi privat (Hartono, 2003).

Fama (1970) dalam Hartono (2003) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan, dan informasi privat sebagai berikut ini:

1) EFISIENSI PASAR BENTUK LEMAH (*WEAK FORM*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2) EFISIENSI PASAR BENTUK SETENGAH KUAT (*SEMISTRONG FORM*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*)

termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa informasi yang terkait dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten. Contohnya, pengumuman pembagian deviden, pengumuman *stock split*, pengumuman laba, dan sebagainya. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

3) EFISIENSI PASAR BENTUK KUAT (*STRONG FORM*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

B. CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO)

Manajer menggunakan keahlian konseptual, manusia, dan teknis untuk melakukan fungsi-fungsi manajemen. Namun tidak semua pekerjaan manajer itu sama. Manajer bertanggung jawab untuk semua departemen

yang berbeda, bekerja pada tingkat hierarki yang berbeda, dan memenuhi persyaratan yang berbeda untuk mencapai kinerja yang tinggi.

Manajer puncak (*top manager*) berada pada puncak hierarki dan bertanggung jawab atas keseluruhan organisasi. Mereka menyandang jabatan seperti presiden, ketua, direktur eksekutif, atau presiden direktur (*chief executive officer-CEO*). Manajer puncak bertanggung jawab untuk menentukan tujuan organisasi, menetapkan strategi untuk mencapai tujuan tersebut, mengawasi dan menginterpretasikan lingkungan eksternal, serta mengambil keputusan yang mempengaruhi seluruh organisasi. Mereka memperhatikan tren lingkungan secara umum, dan keberhasilan perusahaan secara keseluruhan. Di antara tanggung jawab tersebut, yang paling penting untuk manajer puncak adalah mengkomunikasikan visi bersama untuk organisasi, membentuk budaya perusahaan, dan menjaga semangat kewirausahaan yang dapat membantu perusahaan menyeimbangi perubahan yang cepat (Daft, 2006).

C. PERGANTIAN CEO

Pergantian *top management* adalah salah satu kebijakan yang diputuskan dalam RUPS. Warner, Watts, dan Wruck (1988) mendefinisikan pergantian *top management* sebagai perubahan dalam susunan orang yang memegang gelar *chief executive officer* (CEO), presiden, atau *chairman of the board*.

Anggota direksi bertanggung jawab kepada RUPS, karena mereka diangkat dan diberhentikan oleh RUPS. Informasi mengenai pengangkatan dan pemberhentian anggota direksi dapat diketahui melalui pengumuman resmi yang dikeluarkan oleh perusahaan emiten kepada para pemegang sahamnya yang biasanya dipublikasikan lewat media massa. Pengangkatan anggota direksi pertama kali dilakukan dengan mencantumkan susunan dan nama anggota direksi dalam akta pendirian. Selain itu anggota direksi juga dapat diberhentikan secara sementara oleh RUPS dengan menyebutkan alasannya yang kemudian diberitahukan secara tertulis kepada direksi yang bersangkutan. Selama diberhentikan sementara, anggota direksi tersebut tidak berwenang melakukan tugasnya. Dalam hal ini direksi tersebut diberi kesempatan untuk melakukan pembelaan diri dan apabila gagal maka ia dapat diberhentikan dari perusahaan.

D. ASAL PENGGANTI CEO

Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) menyatakan, memilih pengganti CEO, baik dari dalam maupun dari luar perusahaan memiliki kelebihan masing-masing. Mempromosikan pengganti dari dalam memiliki dua keuntungan, yaitu: (1) memiliki pemahaman yang lebih baik

mengenai proses dan teknologi yang dijalankan perusahaan, memiliki pandangan yang jernih mengenai produk, pasar dan kompetisi yang dihadapi, dan hubungan yang dekat dengan klien; (2) memiliki jaringan sosial yang baik sehingga mereka dapat memperoleh informasi internal yang spesifik. Tetapi, pengganti dari luar perusahaan memiliki kelebihan sendiri, yaitu dia dapat membawa perubahan dan kreatifitas yang baru, terutama bila kondisi perusahaan sedang buruk. Dalam penelitiannya, Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) mengklasifikasikan asal pengganti dari luar perusahaan apabila pengganti telah dinominasikan oleh dewan direksi kurang dari setahun sebelum dia diangkat menjadi CEO.

MacAvoy (dalam Weisbach, 1988) mengklasifikasikan asal pengganti CEO menjadi tiga, yaitu sebagai pergantian dari luar (*outside*), dalam (*inside*), atau area abu-abu (*grey*). Pengganti diklasifikasikan dari dalam apabila sebelumnya dia adalah pegawai pada perusahaan tersebut. Pengganti yang sebelumnya tidak bekerja pada perusahaan disebut sebagai pergantian dari luar perusahaan. Dan pengganti yang sebelumnya bukan pegawai tetapi memiliki hubungan keluarga dengan manajemen diklasifikasikan sebagai *grey*.

Dahya dan McConnell (2002) mengklasifikasikan asal pengganti CEO menjadi dua, yaitu (1) Pengganti dari dalam perusahaan (*inside*). (2) Pengganti dari luar perusahaan (*outside*). Pergantian CEO dikategorikan sebagai *inside* apabila CEO yang baru sebelumnya adalah anggota dari

dewan direksi. Pergantian CEO dikategorikan sebagai *outside* apabila CEO baru sebelumnya bukan anggota dari dewan direksi, CEO baru tidak memiliki hubungan keluarga dan CEO baru sebelumnya bukan pegawai di perusahaan.

E. PROSES PERGANTIAN CEO

Vancil (dalam Pourciau, (1993) mengklasifikasikan pergantian CEO menjadi dua, yaitu: pergantian CEO secara rutin dan pergantian CEO nonrutin. Pergantian CEO rutin merupakan pergantian CEO yang dilakukan berdasarkan struktur perusahaan, dilakukan secara teratur, dan merupakan pergantian yang telah direncanakan.

Pergantian CEO secara nonrutin meliputi semua pengunduran diri, baik pengunduran diri secara sukarela (*voluntary resignation*) dan pengunduran diri karena dipaksa (*forced resignation*). Pergantian nonrutin merupakan proses pergantian yang tidak teratur, tidak direncanakan, dan dilakukan pada waktu tertentu. Hal ini meliputi pengunduran diri CEO dan pemecatan atau penghentian sebelum habis masa jabatannya. Dalam pergantian ini, perusahaan tidak memiliki waktu yang cukup memadai untuk memilih CEO yang baru.

Pourciau (1993) menyatakan bahwa *earnings management* mempunyai kemungkinan lebih besar terjadi pada kasus pergantian nonrutin. Pourciau juga menyatakan bahwa terdapat penurunan kinerja perusahaan yang ditunjukkan dalam penurunan laba pada tahun

dilakukannya pergantian *executive* nonrutin, namun untuk tahun-tahun berikutnya kembali membaik. Peningkatan laba ini dapat menambah kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan setelah dilakukannya pergantian *executive* nonrutin.

F. EVENT STUDY

Event study merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu *event* yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Pengujian informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, pasar

harus bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru (Hartono, 2003).

G. KERANGKA PENELITIAN

Kerangka berpikir yang digunakan dalam penelitian ini adalah:



H. PENELITIAN TERDAHULU DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pergantian CEO telah menarik minat banyak peneliti. Hasil yang ditemukan dari penelitian-penelitian sebelumnya sangat beragam. Weisbach (1988), Kang dan Shivdasani (1996), Dahya dan McConell (2002), Jenter dan Kanaan (2006), Setiawan (2008) menemukan bahwa pasar bereaksi. Tetapi Warner, Watts, dan Wruck (1988), Dedman dan Lin (2000) menemukan bahwa pasar tidak bereaksi.

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan *with confounding effect* dan *without confounding effect* dilakukan oleh Lako (2003). Sampel penelitian diambil dari perusahaan yang termasuk dalam LQ45 yang mengumumkan laporan keuangan selama periode Februari sampai Juli tahun 1999-2001. Hasil penelitian menemukan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman laporan

keuangan. Lako (2003) juga menemukan bahwa ada perbedaan reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman laporan keuangan *with confounding effect* dan *without confounding effect* terhadap pengumuman laporan keuangan tahun 1998, sedangkan perbedaan tidak ditemukan pada pengumuman laporan keuangan tahun 1999 dan tahun 2000.

Bagian berikut ini akan membahas mengenai penelitian-penelitian yang telah lebih dahulu dilakukan mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO. Warner, Watts, dan Wruck (1988) melakukan penelitian di Amerika Serikat terhadap pergantian CEO yang terjadi pada periode 1962-1978. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO.

Penelitian mengenai reaksi pasar di Jepang oleh Kang dan Shivdasani (1996) terhadap 432 pengumuman pergantian CEO pada tahun 1985 sampai 1990. Hasil penelitian menunjukkan *abnormal return* yang positif atau bisa disimpulkan pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO.

Dedman dan Lin (2000) meneliti 251 pengumuman pergantian CEO pada perusahaan di Inggris yang terdapat pada *Financial Times Actuaries All Share Index* pada tahun 1990 sampai 1995. Dedman dan Lin (2000) menemukan bahwa perusahaan sering mengumumkan pergantian CEO bersamaan dengan berita lain, seperti pengumuman laba, dividen, dan sebagainya. Kesimpulan dari penelitian ini adalah tidak ada reaksi

pasar terhadap pengumuman pergantian CEO yang diumumkan bersamaan dengan pengumuman lain.

Setiawan (2007) melakukan penelitian terhadap 59 pengumuman pergantian CEO yang terjadi selama tahun 1992 sampai tahun 2003. Setiawan menguji perbedaan variabilitas harga saham pada periode jendela suatu peristiwa pengumuman pergantian CEO. Periode estimasi terdiri dari 120 hari sebelum periode jendela. Hasil penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO secara keseluruhan menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara variabilitas *return* saham pada periode sebelum dan setelah pengumuman pergantian CEO.

Dari literatur diatas, dapat ditarik kesimpulan hipotesis alternatif berkaitan dengan kandungan informasi pengumuman pergantian CEO.

H_{a1a} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*

H_{a1b} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*

Penelitian mengenai pergantian CEO juga memperhatikan asal usul dari CEO pengganti, apakah dari dalam perusahaan (*inside*) atau dari luar perusahaan (*outside*). Weisbach (1988) melakukan penelitian terhadap 495 pengumuman pergantian yang dilakukan perusahaan yang terdaftar di New

York Stock Exchange pada tahun 1977 sampai 1980. Hasil penelitian menunjukkan untuk pergantian dari dalam perusahaan (*inside*), koefisien *return* adalah negatif, tetapi kecil dan tidak signifikan. Reaksi pasar lebih besar ditemukan untuk pergantian dari luar perusahaan (*outside*), yaitu koefisien adalah tidak sama secara signifikan dengan nol pada level 1%.

Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) meneliti pergantian CEO di Prancis pada tahun 1988-1992. Pengujian dilakukan terhadap pergantian CEO yang mengangkat kandidat dari luar atau mempromosikan kandidat dari dalam perusahaan. Hasil penelitian tidak menemukan reaksi pasar yang signifikan.

Dahya dan McConnell (2002) meneliti 523 pergantian pada periode 1989 sampai 1999 pada perusahaan yang terdaftar pada *London Stock Exchange*. Data penelitian diperoleh dari *Extel Weekly News Summaries*. Dari 523 pengumuman pergantian CEO, 367 adalah pergantian dari dalam perusahaan (*inside*) dan 156 adalah pergantian dari luar perusahaan (*outside*). Hasil penelitian menunjukkan harga saham bereaksi positif untuk pergantian *inside* maupun pergantian *outside*. Tetapi, reaksi untuk pergantian *outside* lebih besar daripada pergantian *inside*.

Setiawan (2007) melakukan penelitian di pasar modal Indonesia terhadap 59 pengumuman pergantian CEO pada tahun 1992 sampai 2003. Pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan asal

pengganti dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan tidak menunjukkan perbedaan.

Berdasarkan uraian dari literatur diatas, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H_{a2a} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*

H_{a2b} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*

H_{a3a} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*

H_{a3b} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*

Penelitian mengenai pergantian CEO juga mempertimbangkan mengenai alasan dibalik pergantian tersebut. Kang dan Shivdasani (1996)

melakukan penelitian terhadap 432 pengumuman pergantian CEO di Jepang pada tahun 1985 sampai 1990. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar menunjukkan reaksi yang lebih besar terhadap pergantian CEO yang dipaksa (*forced turnover*) daripada pergantian CEO normal.

Neumann dan Voetmann (1999) meneliti mengenai pergantian CEO di Denmark. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar pada *Copenhagen Stock Exchange* tahun 1994 sampai 1998. Neumann dan Voetmann (1999) membagi alasan di balik pergantian menjadi dua, yaitu pergantian yang dipaksa (*forced layoffs*) dan pergantian secara sukarela (*voluntary resignations*). Total sampel penelitian adalah 81 pergantian CEO, dimana 39 pergantian digolongkan sebagai pergantian yang dipaksa, dan 42 pergantian digolongkan sebagai pengunduran diri secara sukarela. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pergantian secara paksa (*forced layoffs*) dan bereaksi negatif terhadap pengunduran diri yang dilakukan secara sukarela (*voluntary resignations*).

Dedman dan Lin (2000) meneliti 251 pengumuman pergantian CEO pada perusahaan di Inggris yang terdapat pada *Financial Times Actuaries All Share Index* pada tahun 1990 sampai 1995. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pergantian CEO yang disebabkan karena pemecatan dan karena CEO lama mendapat pekerjaan baru.

Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) meneliti 277 pergantian CEO dari 207 perusahaan yang terdaftar pada *Paris Stock Exchange* pada

tahun 1988 sampai tahun 2002. Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) membagi pergantian CEO menjadi tiga, yaitu pengunduran diri karena dipaksa (*forced resignation*), pergantian dengan sukarela (*voluntary departures*), dan penghentian terkait usia (*age-related retirements*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman pergantian CEO yang dipaksa menunjukkan *abnormal return* positif yang kecil tapi signifikan, yaitu 0,5%. Pergantian sukarela tidak menyebabkan reaksi pasar dan pergantian terkait usia menyebabkan reaksi kecil harga yang negatif.

Jenter dan Kanaan (2006) melakukan penelitian terhadap pergantian CEO yang diobservasi pada semua perusahaan yang terdapat pada *Database Standard & Poors ExecuComp* pada periode 1993 sampai 2001. Penelitian menggunakan *market-adjusted stock price* untuk mengukur reaksi pasar terhadap pergantian CEO yang dipaksa dengan periode jendela 3 dan 5 hari di sekitar pengumuman pergantian CEO. Rata-rata harga saham pada sampel ini menunjukkan hasil negatif.

Berdasarkan uraian dari literatur diatas, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

- H_{a4a} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a4b} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas

return saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*

H_{a5a} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*

H_{a5b} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*

Penelitian mengenai pergantian CEO selanjutnya juga memperhatikan kombinasi dari alasan pergantian dan asal usul pengganti CEO. Kang dan Shivdasani (1996) melakukan penelitian terhadap 432 pengumuman pergantian CEO di Jepang pada tahun 1985 sampai 1990. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman pergantian CEO menunjukkan hasil yang positif ketika pergantian dilakukan secara dipaksa (*forced turnover*) dan pengganti berasal dari luar perusahaan.

Davidson III, et al., (2006) meneliti mengenai pergantian CEO yang terjadi karena CEO lama sakit atau terluka. Data penelitian didapat dari *Lexis-Nexis*. Sampel penelitian pada penelitian tersebut adalah 105 pengumuman yang terjadi pada tahun 1992 sampai 2002. Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa pasar merespon positif ketika CEO

sebelumnya atau dewan direksi menggantikan posisi CEO yang sakit atau terluka.

Behn, et al., (2006) meneliti mengenai kematian CEO. Data penelitian didapat dari *The Factiva Database* pada tahun 1984 sampai 2001. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market model* dengan periode estimasi 200 hari sebelum pengumuman kematian CEO. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengumumkan kematian CEO, *cumulative abnormal return* menunjukkan penurunan, dan makin menurun ketika perusahaan memilih pengganti CEO dari luar perusahaan daripada ketika perusahaan memilih pengganti dari dalam perusahaan.

Berdasarkan uraian dari literatur diatas, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

- H_{a6a} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a6b} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a7a} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya

- perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a7b} : pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a8a} : pasar bereaksi dalam pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a8b} : pasar bereaksi dalam pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a9a} : pasar bereaksi dalam pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham tanpa mempertimbangkan *confounding effect*
- H_{a9b} : pasar bereaksi dalam pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dilihat dari adanya perubahan variabilitas *return* saham dengan mempertimbangkan *confounding effect*

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

A. DESAIN PENELITIAN

Penelitian ini merupakan *event study* (studi peristiwa) yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Penelitian ini hanya mengamati pengaruh dari suatu kejadian tertentu pada periode tertentu dengan melihat pengumuman sebagai titik kritis. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi

maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Dalam penelitian ini akan diteliti reaksi pasar atas pengumuman pergantian *Chief Executive Officer* (CEO) atau direktur utama perusahaan. Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO ini dilihat dari variabilitas *return* saham, yang berarti apakah dengan adanya pengumuman pergantian CEO menyebabkan adanya perubahan terhadap variabilitas *return* saham.

B. POPULASI DAN SAMPEL PENELITIAN

Populasi adalah keseluruhan individu, kejadian, atau hal minat yang ingin diinvestigasi oleh peneliti (Sekaran, 2006). Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel adalah sebagian atau beberapa anggota yang dipilih dari populasi (Sekaran, 2006). Sampel dari suatu penelitian perlu ditentukan dengan baik karena pemilihan sampel akan mempengaruhi hasil penelitian. Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel tidak secara acak tetapi dengan mempertimbangkan beberapa kriteria-kriteria tertentu yang ditetapkan peneliti (Hartono, 2003). Perusahaan yang terpilih menjadi sampel harus memenuhi kriteria sebagai berikut :

- 1) Perusahaan yang terdaftar (*listing*) di BEI periode 1 Januari 2004-31 Desember 2007.
- 2) Perusahaan yang mengumumkan pergantian direktur utama (CEO) pada periode 1 Januari 2004-31 Desember 2007.
- 3) Data tanggal pengumuman tersedia dan dapat diidentifikasi dengan jelas.

C. SUMBER DAN TEKNIK PENGUMPULAN DATA

Sumber data dalam penelitian ini merupakan data sekunder dengan periode pengamatan mulai 1 Januari 2004 sampai 31 Desember 2007. Data dan sumber yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Data perusahaan yang listing di BEI berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2004-2007.
- 2) Data tanggal pengumuman pergantian CEO berasal dari Harian Kompas dan Bisnis Indonesia. Selain itu, juga dari berbagai informasi di internet melalui idx.go.id ataupun melalui situs masing-masing perusahaan.
- 3) Data harga saham harian masing-masing perusahaan diperoleh dari pojok BEJ-FE UNS.

D. VARIABEL PENELITIAN DAN PENGUKURANNYA

1. Asal Pengganti CEO

Pengklasifikasian asal pengganti CEO mengikuti pengklasifikasian yang dilakukan oleh Kang dan Shivdasani (1999), yaitu:

a) Pengganti dari dalam (*inside*)

Pengganti CEO diklasifikasikan dari dalam (*inside*) bila CEO baru tersebut telah bekerja paling tidak selama 3 tahun di perusahaan tersebut, atau memiliki hubungan keluarga dengan CEO lama.

b) Pengganti dari luar perusahaan (*outside*)

Pengganti CEO diklasifikasikan dari luar perusahaan (*outside*) jika CEO baru tidak memiliki hubungan keluarga dengan CEO lama atau sebelumnya tidak bekerja di perusahaan tersebut atau bekerja di perusahaan tersebut kurang dari 3 tahun.

2. Pergantian rutin dan non rutin

Pengklasifikasian pergantian CEO menggunakan pengklasifikasian yang digunakan Pourciau (1993) dan Kang dan Shivdasani (1999), yaitu:

a) Pergantian CEO rutin

Pergantian CEO diklasifikasikan sebagai pergantian rutin apabila pergantian CEO dilakukan karena masa jabatan telah habis atau sudah direncanakan sebelumnya.

Pergantian juga diklasifikasikan sebagai pergantian rutin bila CEO lama menjabat sebagai anggota atau ketua dewan komisaris.

b) Pergantian CEO nonrutin

Pergantian non-rutin meliputi pengunduran diri CEO, pemecatan atau penghentian sebelum habis masa jabatannya, dan juga bila CEO lama tidak menjabat sebagai anggota atau ketua dewan komisaris.

3. Variabilitas *return* saham

Variabilitas *return* saham digunakan untuk melihat apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO atau apakah informasi tersebut mengakibatkan perubahan pada distribusi *return* saham pada waktu pergantian CEO diumumkan. Apabila menggunakan *abnormal return* yang dirata-rata, ada kemungkinan nilai positif dan negatif dapat saling menghilangkan tetapi apabila menggunakan indikator SRV, semua nilai menjadi positif. Dengan demikian, heterogenitas informasi bisa dihilangkan, dan dampak dari informasi tersebut bisa dideteksi dengan SRV.

Variabilitas *return* saham dinyatakan dengan membagi kuadrat dari *abnormal return* sekuritas ke- i pada waktu t dengan *varians* dari *abnormal return* pada periode diluar pengumuman.

Pengukuran variabilitas *return* saham dilakukan dengan menggunakan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Menghitung *return* saham individu yang sesungguhnya.

Rumus yang digunakan adalah:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R_{it} = *return* saham i pada waktu ke-t

P_{it} = harga saham i pada waktu ke-t

P_{it-1} = harga saham i pada waktu t-1

- 2) Menghitung *return* pasar harian. Rumus yang digunakan adalah:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_{it} - IHSG_{it-1}}{IHSG_{it-1}}$$

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

$IHSG_{it}$ = IHSG i pada waktu ke-t

$IHSG_{it-1}$ = IHSG i pada waktu t-1

- 3) Menghitung α_i dan β_i yang belum dikoreksi dengan *market model* yaitu dengan menggunakan rumus persamaan regresi antara *return* saham (R_{it}) dengan *return* pasar (R_{mt}). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

R_{it} = tingkat *return* saham i pada waktu ke-t

α_i = intercept dari regresi untuk saham i

β_i = slope dari fungsi regresi atau beta untuk masing-masing saham i

R_{mt} = *return* pasar pada waktu t

e_{it} = kesalahan residu yang diasumsikan 0

4) Melakukan koreksi bias beta dengan menggunakan metode Fowler-Rorke dengan empat periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*). Menurut Hartono dan Suriyanto (2000), metode Fowler-Rorke merupakan alternatif terbaik untuk mengkoreksi bias beta. Langkah dalam perhitungan beta koreksian dengan metode Fowler-Rorke adalah:

- Mengoperasikan persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i^{-4} R_{mt-4} + \beta_i^{-3} R_{mt-3} + \beta_i^{-2} R_{mt-2} + \beta_i^{-1} R_{mt-1} + \beta_i^0 R_{mt} + \beta_i^{+1} R_{mt+1} + \beta_i^{+2} R_{mt+2} + \beta_i^{+3} R_{mt+3} + R_{mt+4}$$

R_{it} = *return* saham i pada waktu t

β_i^t = beta saham i pada waktu t

R_{mt} = *return* pasar pada waktu t

- Mengoperasikan persamaan regresi berganda untuk mendapatkan koreksi serial *return* indeks pasar dengan

return indeks pasar periode sebelumnya sebagai berikut:

$$R_{mt} = \alpha + \rho_4 R_{mt-4} + \rho_3 R_{mt-3} + \rho_2 R_{mt-2} + \rho_1 R_{mt-1} + \varepsilon_i$$

Koefisien ρ tersebut digunakan sebagai faktor pembobot dalam pengoreksian beta dalam koefisien regresi.

- Menghitung bobot dengan 4 *lag* dan 4 *lead*, dihitung dengan rumus:

$$\omega_1 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$\omega_2 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$\omega_3 = \frac{1 + 2\rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$\omega_4 = \frac{1 + \rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

- Menghitung beta koreksian sekuritas ke- i yang merupakan penjumlahan koefisien regresi berganda dengan bobot sebagai berikut ini:

$$\beta_i = \omega_4 \beta_i^{-4} + \omega_3 \beta_i^{-3} + \omega_2 \beta_i^{-2} + \omega_1 \beta_i^{-1} + \beta_i^0 + \omega_1 \beta_i^{+1} + \omega_2 \beta_i^{+2} + \omega_3 \beta_i^{+3} + \omega_4 \beta_i^{+4}$$

- 5) Menghitung *return* ekspektasi pada periode jendela dengan menggunakan beta yang sudah dikoreksi. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

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

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi saham i pada waktu ke-t

α_i = intercept dari regresi untuk saham i

β_i = beta koreksian untuk saham i

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

- 6) Menghitung *abnormal return* saham dengan mengurangi *return* realisasi dengan *return* ekspektasi dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

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

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada waktu ke-t

R_{it} = *return* realisasi saham i pada waktu ke-t

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi saham i pada waktu ke-t

- 7) Menghitung *varians abnormal return* saham seperti yang digunakan oleh Warner, Watts, and Wruck (1988) yaitu:

$$\text{Varians}(U_{i,t}) = SEE_i^2$$

SEE_i^2 = kesalahan standar estimasi sekuritas i

Perhitungan kesalahan standar estimasi dengan menggunakan rumus sebagai berikut ini:

$$SEE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=t+1}^{t+2} (R_{ij} - \bar{R})^2}{T_{1-2}}}$$

SEE_i = kesalahan standar estimasi sekuritas i

R_{ij} = *return* sekuritas ke-i untuk hari ke-j
selama periode estimasi

\bar{R} = rata-rata *return* sekuritas ke-i selama
periode estimasi

- 8) Menghitung SRV dengan membagi kuadrat *abnormal return* dengan *varians abnormal return* diluar periode pengamatan.

Rumus yang digunakan adalah:

$$SRV_{i,t} = \frac{U_{i,t}^2}{V(U_{i,t})}$$

$SRV_{i,t}$ = variabilitas *return* saham i pada waktu t

$U_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada waktu t

$V(U_{i,t})$ = *varians* dari *abnormal return* pada periode
diluar pengumuman

- 9) Mengelompokkan sampel menjadi dua, yaitu pergantian dengan *confounding effect* dan *nonconfounding effect*.
- 10) Mengelompokkan perusahaan sampel *confounding effect* dan *nonconfounding effect* menjadi dua, yaitu *inside CEO* dan *outside CEO*.

- 11) Mengelompokkan perusahaan sampel *confounding effect* dan *nonconfounding effect* menjadi dua, yaitu pergantian CEO secara rutin dan pergantian CEO secara nonrutin.
- 12) Mengelompokkan perusahaan sampel *confounding effect* dan *nonconfounding effect* menjadi dua, yaitu pergantian CEO secara rutin *inside*, rutin *outside* dan pergantian CEO secara nonrutin *inside* dan nonrutin *outside*.

E. TEKNIK ANALISIS DATA

Pengujian hipotesis secara keseluruhan dengan menggunakan uji t, yaitu untuk menguji apakah variabilitas *return* saham yang diperoleh di sekitar tanggal pengumuman pergantian CEO berbeda secara signifikan atau tidak sama dengan nol, dengan tingkat keyakinan 10%. Pengujian hipotesis menggunakan pengujian dua mean beda (sampel berpasangan) yaitu membandingkan antara rata-rata pada saat pengumuman dengan rata-rata diluar hari pengumuman dan rata-rata sebelum dengan rata-rata sesudah pengumuman. Langkah-langkah yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah:

- 1) Menentukan H_0 dan H_a

$$H_{0a} = \overline{SRV} \text{ saat event} = \overline{SRV} \text{ diluar event}$$

$$H_{1a} = \overline{SRV} \text{ saat event} \neq \overline{SRV} \text{ diluar event}$$

$$H_{0b} = \overline{SRV} \text{ saat event} = \overline{SRV} \text{ diluar event}$$

$$H_{1b} = \overline{SRV} \text{ saat event} \neq \overline{SRV} \text{ diluar event}$$

2) Menentukan *level of significance*, penelitian ini menggunakan *level of significance* sebesar 1%, 5%, dan 10%.

3) Menentukan kriteria pengujian:

$$H_a \text{ ditolak apabila} \quad : -t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$$

$$H_a \text{ diterima apabila} \quad : t_{hitung} > t_{tabel} \text{ atau } t_{hitung} < -t_{tabel}$$

4) Menghitung nilai t hitung dengan menggunakan uji-t dua beda mean (*paired sample t-test*).

5) Membandingkan t-hitung dengan t-tabel

Pengambilan keputusan untuk menerima atau menolak H_a dengan melihat nilai t hitung dibandingkan dengan t tabel.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini akan menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia yang melakukan pergantian CEO selama periode 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2007. Pada bab ini akan disajikan analisis terhadap data penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan bantuan SPSS for Windows 16.0 untuk mengetahui ada tidaknya reaksi pasar yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pergantian CEO. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan variabilitas *return* saham selama periode jendela.

A. DESKRIPSI DATA

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan pergantian CEO pada tahun 2004-2007. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling method* yaitu teknik penentuan sampel dengan menggunakan pertimbangan dan batasan tertentu sehingga sampel yang dipilih relevan dengan tujuan penelitian dan dapat mewakili populasinya.

Dari semua perusahaan yang listing di BEI selama periode 1 Januari 2004-31 Desember 2007, maka diperoleh sampel awal yaitu perusahaan yang melakukan pergantian CEO sebanyak 188 pergantian. Dari 188 pergantian CEO, hanya 123 yang memenuhi kriteria sampel, dan 45

diantaranya terdapat *confounding effect*. Prosedur pemilihan sampel selengkapnya dapat dilihat pada tabel berikut

TABEL IV.1

PROSEDUR PEMILIHAN SAMPEL

Pengumuman pergantian CEO	188
Data yang tidak dapat digunakan	65
Total data yang digunakan	123
Pengumuman pergantian CEO with confounding effect	123
Pengumuman pergantian CEO <i>inside</i>	73
Pengumuman pergantian CEO <i>outside</i>	50
Pengumuman pergantian CEO rutin	62
Pengumuman pergantian CEO non rutin	61
Pengumuman pergantian CEO rutin <i>inside</i>	41
Pengumuman pergantian CEO rutin <i>outside</i>	21
Pengumuman pergantian CEO non rutin <i>inside</i>	32
Pengumuman pergantian CEO non rutin <i>outside</i>	29
confounding effect :	
Dividen	41
saham bonus	0
stock split	1
right issue	1
merger & akuisisi	2
laporan keuangan	0
Pengumuman pergantian CEO non confounding effect	78
Pengumuman pergantian CEO <i>inside</i>	42
Pengumuman pergantian CEO <i>outside</i>	36
Pengumuman pergantian CEO rutin	38
Pengumuman pergantian CEO non rutin	40
Pengumuman pergantian CEO rutin <i>inside</i>	22
Pengumuman pergantian CEO rutin <i>outside</i>	16
Pengumuman pergantian CEO non rutin <i>inside</i>	20
Pengumuman pergantian CEO non rutin <i>outside</i>	20

Daftar sampel penelitian selengkapnya dapat dilihat pada lampiran penelitian ini.

B. HASIL KOREKSI BETA

Nilai beta untuk pasar modal yang berkembang perlu disesuaikan karena beta tersebut diperoleh di pasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi atau disebut dengan pasar tipis (*thin market*). Oleh karena itu, untuk mengurangi bias pada perhitungan beta yang dilakukan pada pasar yang tipis, maka beta tersebut harus dikoreksi dahulu. Koreksi beta dilakukan dengan metode Fowler dan Rorke 4 *lead* dan 4 *lag*. Metode koreksi bias ini merupakan metode yang telah terbukti secara empiris paling mampu mengurangi bias beta di Bursa Efek Indonesia (Hartono dan Surianto, 1999). Nilai rata-rata beta sebelum dikoreksi adalah 0,330, setelah dikoreksi nilai rata-rata beta menjadi 0,711. Nilai beta koreksian menunjukkan nilai yang mendekati nilai ideal (1) dibandingkan dengan nilai beta sebelum dikoreksi.

C. PENGUJIAN VARIABILITAS RETURN SAHAM TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO

Pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dapat dilakukan dengan menganalisis *security return variance* (SRV). Pengujian SRV dilakukan dengan mengudratkan *abnormal return* sehingga diperoleh nilai absolut dan menghilangkan efek saling meniadakan antara

reaksi positif dan negatif. Hasil penghitungan nilai SRV untuk semua perusahaan sampel dapat dilihat pada halaman lampiran.

Pengujian SRV terhadap pengumuman pergantian CEO dilakukan sebanyak dua tahap pada masing-masing hipotesis. Pertama, membedakan pengumuman pergantian CEO dengan *confounding effect* dan tanpa *confounding effect*. Kedua, menguji SRV pada saat pengumuman (t_0) dengan SRV di luar t_0 pada saat periode jendela, dan menguji SRV sebelum hari pengumuman dan sesudah hari pengumuman selama periode jendela. Periode jendela yang digunakan untuk melakukan pengujian adalah selama 11 hari, 21 hari, 41 hari, dan 51 hari. Berikut akan dibahas pengujian SRV terhadap pengumuman pergantian CEO

D. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO SECARA KESELURUHAN

Hipotesis alternatif mengenai SRV terhadap pengumuman pergantian CEO secara keseluruhan adalah berbeda secara signifikan. Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO secara keseluruhan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.2

Hasil Uji-T Terhadap Seluruh Pengumuman Pergantian CEO

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	-0.514	-0.429
	Sebelum dan Sesudah	-0.747	-1.09
21 hari	t0 dan diluar t0	0.034	-0.106
	Sebelum dan Sesudah	0.313	-0.167
41 hari	t0 dan diluar t0	-1.104	-1.098
	Sebelum dan Sesudah	-1.103	-1.106
51 hari	t0 dan diluar t0	-1.102	-1.092
	Sebelum dan Sesudah	-1.105	-1.104

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***,**,*: signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.2 dapat dilihat bahwa pengujian perbedaan SRV terhadap pada saat pengumuman dan SRV di luar hari pengumuman pada periode jendela 11 hari, 21 hari, 41 hari, maupun 51 hari, menunjukkan tidak ada perbedaan SRV. Hasil yang sama juga didapat ketika peneliti memasukkan unsur *confounding effect*. Berdasarkan hasil ini dapat dikatakan bahwa SRV pada saat pengumuman pergantian CEO tidak berbeda dengan SRV di luar hari pengumuman pergantian selama periode jendela.

Pengujian selanjutnya membandingkan SRV sebelum hari pengumuman dan SRV sesudah hari pengumuman untuk periode pengamatan 11 hari, 21 hari, 41 hari, dan 51 hari. Hasil penelitian menunjukkan tidak ada perbedaan SRV antara periode sebelum

pengumuman pergantian CEO dengan periode sesudah pengumuman pengumuman pergantian CEO. Hasil yang sama juga didapat ketika peneliti memasukkan unsur *confounding effect*. Hasil pengujian kandungan informasi terhadap seluruh pengumuman pergantian CEO ternyata menunjukkan tidak adanya menunjukkan kandungan informasi.

E. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO DENGAN PENGGANTI YANG BERASAL DARI DALAM PERUSAHAAN (*INSIDE*)

Bagian berikut ini akan membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan menganalisis asal penggantinya, yaitu dari dalam perusahaan (*inside*). Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO *inside* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.3

Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO *Inside*

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	-1.230	-1.102
	Sebelum dan Sesudah	1.645	-2.017*
21 hari	t0 dan diluar t0	-0.583	-0.626
	Sebelum dan Sesudah	1.498	-2.002*
41 hari	t0 dan diluar t0	-1.120	-1.120
	Sebelum dan Sesudah	1.116	-1.117
51 hari	t0 dan diluar t0	-1.124	-1.123
	Sebelum dan Sesudah	-1.114	-1.114

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***,**, * : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.3 dapat dilihat bahwa pengujian perbedaan SRV antara saat pengumuman pergantian CEO dengan pengganti yang berasal dari lingkungan perusahaan dan di luar pengumuman pada periode jendela 11 hari, 21 hari, 41 hari, maupun 51 hari menunjukkan nilai t-hitung tidak signifikan. Tidak ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan di luar periode pengumuman dengan pengganti dari dalam perusahaan. Hasil yang sama juga didapat ketika peneliti memasukkan unsur *confounding effect*.

Pengujian perbedaan SRV pada periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam dengan *confounding effect* pada periode jendela 11 hari, 21 hari, 41 hari, dan 51 hari menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Tetapi, hasil yang berbeda diperoleh ketika peneliti menghilangkan unsur *confounding effect*. Pada periode jendela 11 hari, didapatkan nilai t-hitung sebesar -2,017. Nilai t-hitung ini signifikan 10%. Pengujian selanjutnya dengan menggunakan periode yang lebih panjang yaitu membandingkan SRV pada periode 10 hari sebelum pengumuman dan 10 hari setelah pengumuman juga menunjukkan nilai t-hitung yang signifikan. Tetapi ketika periode diperpanjang lagi menjadi 41 hari dan 51 hari, diperoleh nilai t-hitung yang tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan ada perbedaan yang signifikan antara SRV sebelum dan setelah pengumuman dengan asal pengganti dari dalam perusahaan pada periode jendela 11 hari dan 21 hari.

F. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO DENGAN PENGGANTI YANG BERASAL DARI LUAR PERUSAHAAN (*OUTSIDE*)

Bagian berikut ini akan membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan menganalisis asal penggantinya, yaitu dari luar perusahaan (*outside*). Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO *outside* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.4

Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO *Outside*

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	0.151	0.319
	Sebelum dan Sesudah	2.170**	1.758*
21 hari	t0 dan diluar t0	0.333	0.626
	Sebelum dan Sesudah	2.594**	2.280**
41 hari	t0 dan diluar t0	0.527	0.922
	Sebelum dan Sesudah	2.730***	2.226**
51 hari	t0 dan diluar t0	0.704	1.146
	Sebelum dan Sesudah	2.333**	1.902*

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***, **, * : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.4 dapat dilihat bahwa pengujian SRV antara saat pengumuman dan di luar periode pengumuman, baik dengan *confounding effect* maupun *non confounding effect*, menghasilkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan tidak ada perbedaan

yang signifikan antara SRV pada saat pengumuman dan SRV di luar periode pengumuman pada periode jendela 11 hari. Pengujian berikutnya dengan menggunakan periode jendela yang lebih panjang yaitu 21 hari, 41 hari, dan 51 hari juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Pengujian kandungan informasi pengumuman pergantian CEO dengan asal pengganti dari luar perusahaan dengan menggunakan perbedaan SRV antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman menunjukkan hasil yang signifikan. Hasil ini berlaku untuk periode jendela 11 hari, 21 hari, 41 hari, maupun 51 hari. Hasil yang sama diperoleh ketika unsur *confounding effect* disertakan maupun dihilangkan. Ini berarti investor menggunakan informasi pengumuman tersebut untuk mengambil keputusan investasinya.

G. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO SECARA RUTIN

Bagian ini membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin. Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.5

Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	-1.528	-1.475
	Sebelum dan Sesudah	-1.039	-1.266
21 hari	t0 dan diluar t0	-1.049	-1.112
	Sebelum dan Sesudah	-0.551	-0.807
41 hari	t0 dan diluar t0	-1.498	-1.421
	Sebelum dan Sesudah	-1.143	-1.325
51 hari	t0 dan diluar t0	-1.437	-1.265
	Sebelum dan Sesudah	-1.141	-1.184

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***,**,* : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.5 dapat dilihat bahwa pada periode jendela 11 hari, baik dengan *confounding effect* maupun tanpa *confounding effect*, perbandingan antara SRV pada saat pengumuman dan SRV di luar hari pengumuman menunjukkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Analisis selanjutnya dengan menggunakan periode jendela 21 hari, 41 hari, dan 51 hari juga tidak menunjukkan perbedaan SRV antara saat pengumuman dengan di luar hari pengumuman. Hal ini menunjukkan variabilitas *return* saham saat pengumuman dan di luar hari pengumuman adalah tidak berbeda.

Pengujian perbedaan SRV antara periode sebelum pengumuman dan periode sesudah pengumuman, baik dengan *confounding effect*

maupun tanpa *confounding effect*, pada periode jendela 11 hari menunjukkan tidak ada perbedaan SRV antara periode sebelum dan periode sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin. Pengujian berikutnya dengan menggunakan periode jendela 21 hari, 41 hari, dan 51 hari juga menghasilkan nilai t-hitung tidak signifikan.

H. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO SECARA NONRUTIN

Bagian ini membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin. Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.6

Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Nonrutin

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	0.899	-1.210
	Sebelum dan Sesudah	0.539	-0.011
21 hari	t0 dan diluar t0	0.974	1.282
	Sebelum dan Sesudah	1.171	0.657
41 hari	t0 dan diluar t0	-1.421	-1.067
	Sebelum dan Sesudah	-1.325	-1.082
51 hari	t0 dan diluar t0	-1.066	-1.061
	Sebelum dan Sesudah	-1.081	-1.081

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***,**,* : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.6 dapat dilihat bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin. SRV antara hari pengumuman dan diluar hari pengumuman, baik dengan *confounding effect* maupun *non confounding effect*, pada periode jendela 11 hari menghasilkan nilai t hitung yang tidak signifikan. Pengujian selanjutnya menggunakan periode jendela selama 21 hari, 41 hari, maupun 51 hari juga tidak menunjukkan perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman.

Pengujian perbedaan SRV antara periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin pada periode 11 hari, baik dengan *confounding effect* maupun *non confounding effect*, juga tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Pengujian selanjutnya untuk periode jendela 21 hari, 41 hari dan 51 hari juga mengkonfirmasi hasil pengujian menggunakan periode jendela 11 hari, yaitu tidak ada perbedaan antara SRV pada saat sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin.

I. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO SECARA RUTIN DAN PENGGANTI BERASAL DARI DALAM PERUSAHAAN (*INSIDE*)

Bagian ini membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan kedua aspek, yaitu rutin dan pengganti dari dalam perusahaan (*inside*). Hasil pengujian hipotesis untuk

pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dan pengganti berasal dari dalam perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.7
Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Inside*

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	-1.269	-1.257
	Sebelum dan Sesudah	-1.385	-1.671
21 hari	t0 dan diluar t0	-0.880	-1.026
	Sebelum dan Sesudah	-1.097	-1.381
41 hari	t0 dan diluar t0	-1.329	-1.406
	Sebelum dan Sesudah	-1.441	-1.495
51 hari	t0 dan diluar t0	-1.356	-1.394
	Sebelum dan Sesudah	-1.337	-1.321

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***, **, * : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.7 dapat dilihat bahwa pengujian perbedaan SRV antara saat pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan, dan di luar pengumuman, pada periode jendela 11 hari menunjukkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Sedangkan pengujian dengan menggunakan periode waktu 21 hari, 41 hari dan 51 hari juga menunjukkan tidak ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan di luar periode pengumuman. Hasil ini juga dikonfirmasi ketika peneliti memasukkan unsur *confounding effect*. Tidak

ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan di luar periode pengumuman.

Pengujian perbedaan antara SRV pada periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan untuk periode jendela 11 hari menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Selanjutnya pengujian dengan menggunakan periode jendela 21 hari, 41 hari, dan 51 hari juga menunjukkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Pengujian selanjutnya dengan memasukkan unsur *confounding effect* juga memperoleh hasil yang sama yaitu tidak ada perbedaan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO.

J. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO SECARA RUTIN DAN PENGGANTI BERASAL DARI LUAR PERUSAHAAN (*OUTSIDE*)

Bagian ini membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan kedua aspek, yaitu rutin dan pengganti dari luar perusahaan (*outside*). Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dan pengganti berasal dari luar perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.8

Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Outside*

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	-0.835	-0.746
	Sebelum dan Sesudah	0.676	0.661
21 hari	t0 dan diluar t0	-0.561	-0.429
	Sebelum dan Sesudah	1.026	0.932
41 hari	t0 dan diluar t0	-0.681	-0.347
	Sebelum dan Sesudah	1.876*	1.520
51 hari	t0 dan diluar t0	-0.502	-0.085
	Sebelum dan Sesudah	1.941*	1.317

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***, **, * : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.8 dapat dilihat bahwa pengujian kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari luar perusahaan dengan menganalisis perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman, baik dengan *confounding effect* maupun tanpa *confounding effect*, untuk periode jendela 11 hari menunjukkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Sedangkan pengujian perbedaan SRV untuk periode jendela 21 hari, 41 hari, dan 51 hari juga tidak menunjukkan nilai t-hitung yang tidak signifikan.

Pengujian kandungan informasi pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan pengganti yang berasal dari luar perusahaan juga menunjukkan tidak ada perbedaan antara SRV periode sebelum dan sesudah pengumuman. Hasil ini berlaku untuk periode jendela 11 hari, 21 hari, 41 hari, dan 51 hari. Tetapi, ketika peneliti memasukkan unsur *confounding effect*, ternyata hasil yang diperoleh berbeda untuk periode jendela 41 hari dan 51 hari. Pada periode 41 hari dan 51 hari, diperoleh t-hitung 1,876 dan 1,941, keduanya signifikan pada 10%.

K. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO SECARA NONRUTIN DAN PENGGANTI BERASAL DARI DALAM PERUSAHAAN (*INSIDE*)

Bagian ini membahas pengujian kandungan informasi terhadap pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dan pengganti dari dalam perusahaan (*inside*). Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dan pengganti berasal dari dalam perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.9

Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Nonrutin *Inside*

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	-0.819	0.108
	Sebelum dan Sesudah	-0.906	-1.156
21 hari	t0 dan diluar t0	0.171	0.291
	Sebelum dan Sesudah	-0.838	-1.281
41 hari	t0 dan diluar t0	-1.094	-1.093
	Sebelum dan Sesudah	-1.089	-1.090
51 hari	t0 dan diluar t0	-1.096	-1.095
	Sebelum dan Sesudah	1.089	-1.090

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***, **, * : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.9 dapat dilihat bahwa pengujian perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman menghasilkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Hasil ini berlaku untuk sampel dengan *confounding effect* dan tanpa *confounding effect*, dan untuk periode 11

hari, 21 hari, 41 hari, dan 51 hari. Berdasarkan pengujian perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman, maka pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dengan pengganti dari dalam tidak mempunyai kandungan informasi.

Pengujian perbedaan SRV antara saat sebelum investor menerima informasi dan sesudah investor menerima pengumuman pergantian secara nonrutin dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan, baik dengan *confounding effect* maupun tanpa *confounding effect*, untuk jangka waktu 11 hari, 21 hari, 41 hari, dan 51 hari tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini menunjukkan investor tidak menggunakan informasi pergantian CEO melalui proses nonrutin dengan pengganti dari dalam untuk mengambil keputusan investasi.

L. REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CEO SECARA NONRUTIN DAN PENGGANTI BERASAL DARI LUAR PERUSAHAAN (*OUTSIDE*)

Bagian ini membahas pengujian kandungan informasi terhadap pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dan pengganti dari luar perusahaan (*outside*). Hasil pengujian hipotesis untuk pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dan pengganti berasal dari luar perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel IV.10

Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Nonrutin *Outside*

Periode	Hipotesis yang diuji	<i>With Confounding Effect</i>	<i>Non Confounding Effect</i>
11 hari	t0 dan diluar t0	1.112	1.318
	Sebelum dan Sesudah	2.409**	1.848*
21 hari	t0 dan diluar t0	1.086	1.406
	Sebelum dan Sesudah	2.389**	2.072*
41 hari	t0 dan diluar t0	1.474	1.781*
	Sebelum dan Sesudah	1.945*	1.689
51 hari	t0 dan diluar t0	1.556	1.828*
	Sebelum dan Sesudah	1.640	1.467

Sumber : Hasil Pengolahan Data

***,**, * : signifikan pada 1%, 5%, 10%

Berdasarkan tabel IV.10 dapat dilihat bahwa pengujian perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman, dengan memasukkan unsur *confounding effect*, menghasilkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Tetapi, ketika *confounding effect* dihilangkan, ternyata diperoleh nilai t-hitung yang signifikan pada periode jendela 41 hari dan 51 hari, sedangkan untuk pengujian dengan periode jendela yang lebih pendek, yaitu 11 hari dan 21 hari, tidak diperoleh nilai t-hitung yang signifikan.

Pengujian selanjutnya membandingkan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dengan pengganti dari luar. Ketika unsur *confounding effect* dimasukkan, diperoleh nilai t-hitung yang signifikan pada periode jendela 5 hari sebelum pengumuman dan 5 hari setelah pengumuman. Hasil yang sama juga didapat ketika periode diperpanjang menjadi 21 hari dan 41 hari. Tetapi, ketika periode diperpanjang lagi menjadi 51 hari, nilai t-hitung

menjadi tidak signifikan. Perhitungan tanpa melibatkan unsur *confounding effect* menghasilkan t-hitung yang signifikan pada periode jendela 11 hari dan 21 hari. Ketika periode diperpanjang menjadi 41 hari dan 51 hari, diperoleh hasil yang berbeda, yaitu nilai t-hitung menjadi tidak signifikan.

M. PEMBAHASAN

Bagian berikut ini akan membahas hasil penelitian secara keseluruhan dan kemudian melihat apakah sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya di Indonesia. Pengujian awalnya dilakukan terhadap seluruh pergantian CEO. Pengujian dengan memasukkan unsur *confounding effect* tidak menghasilkan hasil yang signifikan. Hasil yang sama juga didapat ketika unsur *confounding effect* dihilangkan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2007).

Pengujian kemudian dilakukan terhadap pergantian CEO dengan asal pengganti dari dalam (*inside*). Pengujian dengan melibatkan unsur *confounding effect* menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi. Tetapi, ketika unsur *confounding effect* dihilangkan, ternyata menghasilkan nilai yang signifikan. Nilai yang signifikan tersebut didapat ketika membandingkan SRV sebelum dan sesudah pengumuman dengan periode jendela 11 hari dan 21 hari. Ketika nilai SRV dibandingkan pada periode 5 hari sebelum dan sesudah pergantian, didapatkan nilai t-hitung sebesar -2,017, dan ketika periode diperpanjang menjadi 10 hari sebelum dan 10

hari sesudah didapatkan nilai t-hitung sebesar -2.002. Kedua nilai t-hitung ini signifikan di 10%. Ini berarti, investor menggunakan informasi pengumuman pergantian CEO dengan pengganti *inside* untuk bereaksi terhadap harga saham. Hasil pengujian ini. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2008).

Pengujian berikutnya dilakukan terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar perusahaan (*outside*). Penelitian dilakukan dengan melibatkan unsur *confounding effect*, dan tanpa unsur *confounding effect*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2008).

Pengujian selanjutnya menguji mengenai kandungan informasi yang terdapat pada pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dan nonrutin. Pengujian terhadap proses rutin dan non rutin, dengan dan tanpa melibatkan unsur *confounding effect* menghasilkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Artinya, pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dan nonrutin tidak memiliki kandungan informasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Setiawan (2007).

Pengujian berikutnya dilakukan terhadap pergantian rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan. Pengujian dengan melibatkan unsur *confounding effect* menghasilkan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Hasil yang sama didapat ketika unsur *confounding effect* dihilangkan. Ini artinya

tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Setiawan dan Hananto (2008).

Pengujian selanjutnya dilakukan untuk mengetahui apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar perusahaan. Hasil penelitian tanpa memasukkan unsur *confounding effect* tidak menunjukkan nilai t-hitung yang signifikan. Tetapi, ketika unsur *confounding effect* dilibatkan, ternyata pasar bereaksi. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Setiawan (2007) dan Setiawan dan Hananto (2008). Setiawan (2007) menyatakan bahwa investor di Indonesia lebih menyukai pergantian yang sesuai. Pergantian rutin dengan pengganti dari luar merupakan pergantian yang tidak sesuai, oleh karena itu emiten mengumumkan hal itu dibarengi dengan pengumuman lain (*confounding effect*), sehingga dapat meredam reaksi pasar yang negatif.

Pengujian berikutnya menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam perusahaan. Hasil penelitian dengan dan tanpa unsur *confounding effect* menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pergantian CEO nonrutin dengan pengganti *inside*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Setiawan (2007).

Pengujian yang terakhir adalah menguji kandungan informasi yang terdapat pada pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar perusahaan (*outside*). Hasil penelitian tanpa memasukkan unsur

confounding effect menunjukkan nilai t-hitung yang signifikan. Hasil yang sama juga diperoleh ketika dimasukkan unsur *confounding effect*. Ini artinya pengumuman pergantian CEO non rutin dengan pengganti *outside* memiliki kandungan informasi, atau pasar menggunakan informasi ini untuk bereaksi terhadap harga saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2007).



BAB V

PENUTUP

A. KESIMPULAN

Pengujian kandungan informasi menggunakan SRV menunjukkan hasil yang beragam. Pengujian terhadap keseluruhan sampel tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect* menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO. Hasil yang sama juga terjadi pada pengujian terhadap proses pergantian CEO yaitu secara

rutin dan nonrutin. Pasar juga tidak bereaksi saat peneliti mengkombinasikan proses pergantian secara nonrutin dengan asal pengganti dari dalam perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan tidak ditemukannya perbedaan variabilitas *return* saham pada saat pengumuman dan di luar pengumuman, dan pada saat sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2007). Pasar juga ditemukan tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan asal pengganti dari dalam perusahaan (*inside*). Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Setiawan (2007) tetapi sesuai dengan hasil penelitian Setiawan dan Hananto (2008).

Hasil yang unik diperoleh ketika pengujian dilakukan terhadap pengumuman pergantian CEO dengan proses pergantian secara rutin dengan pengganti dari luar perusahaan. Ketika unsur *confounding effect* dihilangkan, tidak ditemukan reaksi pasar. Tetapi, pasar bereaksi ketika *confounding effect* dilibatkan, sehingga pasar bereaksi ketika pengumuman pergantian CEO dibarengi dengan pengumuman yang lain. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Setiawan (2007). Setiawan (2007) menyatakan bahwa investor di Indonesia lebih menyukai pergantian yang sesuai. Pergantian rutin dengan pengganti dari luar merupakan pergantian yang tidak sesuai, oleh karena itu emiten mengumumkan hal itu dibarengi dengan pengumuman lain (*confounding*

effect), sehingga dapat mengantisipasi reaksi pasar yang tidak diinginkan emiten.

Pasar juga ditemukan bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti berasal dari dalam perusahaan (*inside*). Tetapi, pasar ditemukan bereaksi hanya ketika sampel bersih dari *confounding effect*, ketika sampel melibatkan *confounding effect*, pasar ditemukan tidak bereaksi. Hasil penelitian mengenai pengumuman pergantian CEO rutin *outside*, dan *inside* ini sesuai dengan penelitian Lako (2003) bahwa terdapat perbedaan hasil penelitian ketika sampel mengandung unsur *confounding effect* dengan ketika sampel bersih dari *confounding effect*.

Pasar ditemukan bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect* ketika pengganti berasal dari luar perusahaan (*outside*). Pasar juga bereaksi ketika peneliti mengkombinasikan proses pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar perusahaan.

Keseluruhan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi ketika pergantian CEO berkaitan dengan asal pengganti CEO, terutama ketika pengganti berasal dari luar perusahaan (*outside*). Pengangkatan CEO baru dari luar perusahaan memiliki beberapa kelebihan, antara lain pengganti dapat membawa perubahan dan kreativitas yang lebih baik, terutama jika perusahaan mengalami kinerja yang buruk (Dherment-Ferere dan Reneboog, 2000). Dari hasil penelitian ini dapat diasumsikan bahwa investor saat ini lebih menginginkan adanya

perubahan dalam tubuh perusahaan, sehingga diharapkan akan meningkatkan kinerja perusahaan di masa datang.

B. KETERBATASAN

Penelitian yang dilakukan mempunyai beberapa keterbatasan sebagai berikut:

- 1) Penelitian ini hanya mengklasifikasikan proses pergantian secara umum, yaitu secara rutin dan non rutin.
- 2) Koreksi beta yang dilakukan dalam penelitian ini hanya menggunakan satu metode yaitu koreksi beta dengan metode Fowler dan Rorke dengan menggunakan empat *lag* dan empat *lead*.
- 3) Penelitian ini tidak mempertimbangkan variabel lain, seperti kondisi keuangan perusahaan, ukuran perusahaan, jenis industri usaha, dan sebagainya.

C. SARAN

Dari kesimpulan dan keterbatasan diatas, maka peneliti mengajukan saran sebagai berikut:

- 1) Penelitian selanjutnya dapat mengklasifikasikan proses pergantian dengan lebih spesifik, antara lain melalui proses pemecatan, pengunduran diri, pensiun, meninggal dunia, dan sebagainya.

- 2) Penelitian selanjutnya dapat mengkoreksi beta dengan metode lain seperti metode Dimson atau Scholes dan William dan juga dengan berbagai periode untuk mendapatkan nilai beta yang paling ideal (mendekati satu).
- 3) Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan variabel lain, seperti kondisi keuangan perusahaan, ukuran perusahaan, jenis industri usaha, dan sebagainya.



DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, Burhanuddin. 2003. *Peran Kebijakan Moneter dan Perbankan dalam Mengatasi Krisis Ekonomi di Indonesia*. Available, <http://www.bi.go.id>
- Behn, Bruce K, David D. Dawley, Richard Riley Ya-wen Yang. 2006. *Deaths of CEOs: Are Delays in Naming Successors and Insider/Outsider Succession Associated with Subsequent Firm Performance?*. **Journal of Managerial Issues Vol. XVIII Number I: 32-46.**

- Daft, Richard L. 2006. **Manajemen**. Edisi Enam. Jakarta: Salemba Empat.
- Dahya, Jay, John J. McConnell. 2002. *Outside Directors and Corporate Board Decisions*. Available, <http://www.ssrn.com>
- Davidson III, Wallace N, Shenghui Tong, Dan L. Worrell, Wei Rowe. 2006. *Ignoring Rules of Succession: How the Board Reacts to CEO Illness Announcements*. **Journal of Business Strategies Vol. 23 No.2**: 93-111
- Dedman, Elisabeth, Stephen W.J. Lin. 2000. *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*. Available, <http://www.ssrn.com>
- Dherment-Ferere, Isabelle, Luc Reneboog. 2000. *Share Price Reactions to CEO Resignations and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies*. Available, <http://www.ssrn.com>
- Foster, George. 1986. **Financial Statement Analysis**. Second Edition. Prentice-Hall International.
- Griffin, Ricky W. 2004. **Manajemen**. Edisi Ketujuh Jilid 1. Jakarta: Erlangga.
- Hartono, Jogiyanto. 2003. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**. Edisi Ketiga. Yogyakarta : BPF
- Jenter, Dirk dan Fadi Kanaan. 2006. *CEO Turnover and Relative Performance Evaluation*. Available, <http://www.ssrn.com>
- Kang, Jun-Koo dan Anil Shivdasani. 1996. *Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from Stock Price Effects of Top Management Turnover*. **The Review of Financial Studies 9 (Winter)**:1061-1095.

- Lako, Andreas. 2003. *Market Reaction to Financial Statement Announcement With and Without confounding Effect. An Empirical Evidence from Jakarta Stock Exchange. The Journal of Accounting, Management, and Economic Research*: Vol. 3 No.1, February 2003: 19-33
- _____. 2004. *An Empirical Investigation of the Market Response to the Good and Bad News Earnings Announcement With and Without Confounding Effect. The Journal of Accounting, Management, and Economic Research*: Vol. 4 No.1, February 2004: 15-44
- Neumann, Robert and Torben Voetmenn. 1999. *CEO Turnovers and Corporate Governance: Evidence from the Copenhagen Stock Exchange. Article presented at the 26th Annual Meeting of the European Finance Association*: August 25-28
- Pourciau, Susan. 1993. *Earnings Management and nonroutine executive changes. Journal of Accounting and Economics* 16: 317-336.
- Sekaran, Uma. 2006. **Research Methodss for Busines**. Edisi Keempat. Jakarta: Salemba Empat.
- Setiawan, Doddy. 2007. *Variabilitas Return Saham di Sekitar Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 22, 2 : 180-196.
- _____. 2008. *An Analysis of Market Reaction To CEO Turnover Announcement : The Case in Indonesia. International Business and Economics Research Journal* 7, 2:119-128
- _____, Santoso Tri Hananto. 2008. *An Analysis of Market Reaction To Chief Executive Turnover Announcement : Trading Volume Activity Approach. Presented at the 1st Parahyangan International Accounting and Business Conference Bandung* : 13 February 2008.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. **Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio**. Edisi Pertama. Yogyakarta : BPFE

Warner, Jerold B, Ross L. Watts dan Karen H. Wruck. 1988. *Stock Prices and Top Management Changes*. **Journal of Financial Economics** 29:461-492.

Weisbach, Michael S. 1988. *Outside Directors and CEO Turnover*. **Journal of Financial Economics** 29:431-460

