

## VARIABILITAS RETURN SAHAM DI SEKITAR PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER*

Doddy Setiawan<sup>1</sup>

Universitas Sebelas Maret

### ABSTRACT

*The research aims at examining market reaction to CEO turnover announcements. The samples of the research consist of 59 CEO turnover announcements during 1992-2003 periods. The author use security returns variance to examine information content of CEO turnover announcement. Friedman & Singh (1989) argue that contextual factors moderating the market reaction to the CEO turnover announcements. Therefore the author considering two factors: the succession process and the origin of incoming CEO. The author divide sample based on the succession process: routine and non-routine, and the origin of incoming CEO: inside and outside firm. In the analyses process we observe market reaction to: (1) all sample of CEO turnover announcement, (2) routine CEO turnover, (3) non-routine CEO turnover, (4) inside CEO turnover, (5) outside CEO turnover, (6) routine inside CEO turnover, (7) routine outside CEO turnover, (8) non-routine inside turnover, (9) non-routine outside turnover. The results from security return variance test shows that there are indifference variance returns to all sample, routine turnover, nonroutine turnover, inside CEO, outside CEO. When the author combines the contextual factor, he find market also does not reacts to: (1) non-routine process turnover and incoming CEO come from inside and (2) routine process turnover and incoming CEO comes from outside. But, there are information content from: (1) routine process turnover and incoming CEO comes from inside and (2) non-routine process turnover and incoming CEO comes from outside. These result shows that market react to smooth process succession (routine inside CEO turnover) because it can reduce uncertainty and incoming CEO tend to follow previous CEO strategy. If succession process is non-routine market prefer to candidate from outside because he will bring a different strategy.*

**Keywords:** CEO turnover, inside and outside CEO, routine, nonroutine

### LATAR BELAKANG

Manajer dapat dibagi menjadi tiga tingkat, yaitu: manajer lini pertama; manajer menengah; dan manajer puncak. Manajer

puncak terdiri dari beberapa direksi, yang di Indonesia disebut Dewan Direksi. Manajer puncak ini mempunyai seorang pemimpin yang disebut dengan istilah: Presiden Direktur atau Direktur Utama (atau dikenal dengan istilah *Chief Executive Officer*). Fungsi manajer puncak lebih mengarah kepada fungsi stratejik, misalnya: menentukan tujuan perusahaan, perencanaan, pengorganisasian, dan pengawasan (Neumann & Voetmann, 1999). Manajer puncak, terutama *Chief*

---

<sup>1</sup> Penelitian ini memperoleh bantuan dana dari TPSDP Batch III Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret. Penulis mengucapkan terima kasih kepada: Santoso Tri Hananto, Salamah Wahyuni, Payamta dan Sunardi serta Siswandari atas sarannya untuk perbaikan penelitian ini, kepada asisten-asisten: Wahyanti, Niken Perwitasari, Rully Legha Hariwibowo dan Wati Rochayani atas bantuannya.

*Executive Officer* (CEO), banyak memberikan pengaruh terhadap jalannya perusahaan.

Pergantian CEO merupakan suatu sinyal yang diberikan oleh perusahaan bahwa akan ada perubahan dalam pengelolaan perusahaan dengan cara menerapkan peraturan dan prosedur baru, serta perubahan kebijakan yang ditetapkan oleh CEO baru yang diharapkan meningkatkan kinerja perusahaan. Berdasarkan teori EMH (*Efficient Market Hypothesis*) yang dikemukakan Fama (1970), pasar modal yang efisien setengah kuat akan bereaksi terhadap publikasi pengumuman oleh suatu perusahaan kepada publik. Salah satu informasi publik tersebut adalah pengumuman mengenai pergantian CEO (Foster, 1986). Informasi ini merupakan suatu informasi publik yang berguna bagi investor, sehingga investor akan bereaksi. Reaksi investor tersebut dapat dilihat dari perubahan harga saham sehingga menimbulkan *abnormal return*, variabilitas *return* dan perubahan volume perdagangan saham disekitar hari pengumuman pergantian CEO.

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pergantian CEO, yang ditunjukkan dengan *abnormal return*, menghasilkan kesimpulan yang tidak konsisten. Hasil pengujian yang dilakukan di Amerika Serikat oleh: Weisbach (1988); Bonnier & Brunner (1989); Denis & Denis (1995); serta Huson, Malatesta & Parrino (2003) menunjukkan reaksi yang positif signifikan di sekitar hari pengumuman pergantian CEO, sedangkan Reinganum (1985) dan Warner, Watts & Wruck (1988) tidak menemukan reaksi pasar yang signifikan. Bukti dari berbagai negara di Eropa juga tidak menunjukkan hasil yang konsisten terhadap peristiwa pergantian CEO. Dahyaa & McConnell (2002) juga membuktikan investor di Inggris memandang pergantian CEO sebagai kabar yang baik, sehingga mereka bereaksi positif. Akan tetapi Dedmen & Lin (2000) justru membuktikan investor di *London Stock Exchange* bereaksi negatif. Suchard, Singh & Bar (2001) menunjukkan investor di

Australia bereaksi negatif terhadap pengumuman pergantian CEO. Sedangkan penelitian mengenai pergantian CEO di Jepang menunjukkan investor di Jepang bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO (Kang & Shivdasani, 1996). Penelitian mengenai pergantian CEO di Indonesia menunjukkan hasil yang menarik, yaitu investor di Indonesia bereaksi terhadap pergantian CEO dan mereka lebih menyukai pergantian yang rutin (Setiawan, 2005).

Perbedaan hasil pengujian terhadap pengumuman pergantian CEO disebabkan adanya informasi lain yang berkaitan dengan pergantian tersebut. Friedman & Singh (1989) menunjukkan reaksi pasar terhadap pergantian CEO dimoderasi oleh konteks organisasi dan *content* dari pergantian tersebut. Apakah pergantian CEO tersebut terjadi karena proses rutin, CEO diganti karena waktu jabatannya habis; atau karena proses yang tidak rutin, CEO lama diberhentikan atau dipecat (Pourciau, 1993). Reaksi pasar juga bisa dipengaruhi oleh asal CEO pengganti, apakah berasal dari dalam atau dari luar perusahaan (Hermalin & Weisbach, 1988; Agrawal, Knoeber & Tsoulouhas, 2000).

Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap pergantian CEO di Indonesia dengan mengukur variabilitas *return* saham di sekitar hari pengumuman. Penelitian ini penting karena seorang CEO mempunyai peranan penting dalam menentukan arah dan strategi perusahaan. Apabila terjadi pergantian CEO akan berdampak pada jalannya perusahaan tersebut. CEO yang baru melakukan perubahan struktur perusahaan dan proses jalannya perusahaan (Miller, 1993; Agrawal, Knoeber & Tsoulouhas, 2000), memperbaiki keputusan investasi yang tidak menguntungkan yang dibuat oleh CEO terdahulu (Weisbach, 1995), dan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan (Denis & Denis, 1995) serta diikuti dengan perubahan struktur *internal governance* (Jagannathan, 1996). Penelitian reaksi pasar terhadap

pengumuman pergantian CEO yang menggunakan *security return variance* (SRV) jarang dilakukan, kecuali Warner, Watts & Wruck (1988). Penelitian Warner, Watts, dan Wruck (1998) menguji variabilitas *return* saham untuk peristiwa pergantian CEO secara keseluruhan, akan tetapi mereka tidak menguji lebih rinci dengan melibatkan faktor kontekstual dalam proses pergantian. Oleh karena itu, penelitian ini juga mempertimbangkan faktor kontekstual pada saat pergantian, yaitu: (1) proses pergantian: rutin dan nonrutin, dan (2) asal CEO pengganti: dari dalam dan luar perusahaan.

#### TELAAH PENELITIAN TERDAHULU DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian mengenai CEO banyak menarik minat para peneliti karena CEO mempunyai peranan yang vital bagi perkembangan perusahaan. CEO yang baik akan mampu membawa perusahaannya untuk berkompetisi di pasar, sehingga perusahaan tersebut dapat berkembang dengan pesat. Akan tetapi, apabila CEO tidak mampu menunjukkan kinerja yang baik, sehingga kinerja perusahaan menurun, maka mereka menghadapi mekanisme kontrol eksternal dan internal. Mekanisme kontrol eksternal salah satunya adalah adanya ancaman pengambilalihan (akuisisi) oleh perusahaan saingan yang lebih sukses. Sedangkan mekanisme kontrol internal adalah berasal dari dalam perusahaan sendiri, yaitu pengawasan oleh Dewan Komisaris. Mereka berfungsi untuk mengawasi dan memberikan nasihat kepada CEO. Jika CEO tetap tidak mampu untuk memperbaiki kinerjanya dan kinerja perusahaan semakin menurun maka harus ada pergantian CEO.

Pergantian CEO memberikan dampak yang besar bagi perusahaan. Oleh karena itu, pergantian CEO merupakan informasi yang berguna bagi investor. Suatu informasi yang berguna akan diproses oleh investor dan dipergunakan dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan kata lain, pergantian CEO

mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor. Foster (1986) menyatakan informasi pergantian CEO merupakan informasi publik yang penting, sehingga akan direaksi. Reaksi pasar dapat dilihat melalui variabilitas *return* saham di sekitar pengumuman pergantian CEO. Bagian berikut ini akan membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO.

#### 1. Reaksi Pasar Terhadap Pergantian CEO

Penelitian mengenai reaksi pasar, yang tercermin pada *abnormal return*, terhadap pengumuman pergantian CEO tidak menunjukkan hasil yang konsisten. Reinganum (1985) melakukan penelitian terhadap pergantian CEO pada tahun 1978-1979 di USA. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO. Warner, Watts & Wruck (1988) melakukan penelitian terhadap pergantian CEO periode 1962-1978 di Amerika Serikat. Warner, Watts & Wruck (1988) mendeteksi adanya *cumulative abnormal return* (CAR) yang positif tetapi tidak signifikan. Berdasarkan hasil penelitiannya Warner, Watts & Wruck (1988) menyimpulkan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, sehingga pengumuman pergantian CEO tidak mempunyai kandungan informasi.

Peneliti lain yang melakukan penelitian di Amerika Serikat tidak mengonfirmasi hasil Warner, Watts & Wruck (1988) dan menemukan adanya reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO (Weisbach 1988; Denis & Denis 1995; dan Huson, Malatesta & Parrino 2003). Weisbach (1988) melakukan penelitian terhadap hubungan antara pergantian CEO dan komposisi *boards of directors* (Dewan Komisaris). Hasil pengujian menunjukkan pasar bereaksi positif signifikan terhadap pengumuman pergantian CEO. Reaksi pasar semakin kuat terhadap pengumuman pergantian CEO jika Dewan Komisaris didominasi oleh komisaris

independen, dan tidak bereaksi jika Dewan Komisaris didominasi oleh pihak dalam perusahaan. Huson, Malatesta & Parrino (2003) meneliti reaksi pasar terhadap pergantian CEO periode 1971-1995. Pengujian CAR selama dua hari periode pengamatan menunjukkan nilai CAR sebesar 0,354 persen (signifikan 1 persen). Hal ini membuktikan pergantian CEO direaksi positif oleh pasar.

Penelitian mengenai pergantian CEO di Inggris juga tidak menghasilkan bukti yang konsisten. Dedmen & Lin (2001) menghasilkan bukti yang menunjukkan pengumuman pergantian CEO merupakan *bad news* (kabar buruk) bagi investor. Hal ini dibuktikan dengan *abnormal return* (AR) yang negatif pada hari  $t-1$ ,  $t_0$  dan  $t+1$ . Reaksi pasar negatif karena pasar mengasumsikan pergantian dengan kinerja CEO yang buruk dan kemungkinan kinerja di masa depan yang juga buruk. Di lain pihak, hasil penelitian Dahyaa & McConnell (2002) bertentangan dengan hasil Dedmen & Lin (2001). Dahyaa & McConnell (2002) menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian 523 CEO yang terjadi pada tahun 1988-1999. CAR selama periode pengamatan adalah 0,39 persen yang secara statistik signifikan pada tingkat 1 persen. Dahyaa & McConnell (2002) menunjukkan bukti investor di Inggris memandang pengumuman pergantian CEO sebagai *good news*.

Penelitian mengenai pergantian CEO di Asia sudah pernah dilakukan di Jepang oleh Kang & Shivdasani (1996). Kang & Shivdasani (1996) melakukan penelitian terhadap pengumuman pergantian CEO pada tahun 1985 sampai dengan 1990 yang berjumlah 432 peristiwa. Pengumuman pergantian CEO ini direaksi positif signifikan oleh investor Jepang, CAR pada dua hari periode pengamatan ( $t-1$  dan  $t_0$ ) dan tiga hari periode pengamatan ( $t-1$ ,  $t_0$ ,  $t+1$ ) adalah 0,52 persen dan 0,65 persen yang signifikan pada tingkat 1 persen. Pengumuman pergantian CEO di Jepang merupakan kabar baik (*good*

*news*) bagi investor sehingga mereka bereaksi positif.

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO di Indonesia telah dilakukan oleh Setiawan (2005). Hasilnya menunjukkan pasar bereaksi positif terhadap pergantian CEO. Hal yang menarik dari penelitian Setiawan (2005) adalah pada analisis lebih lanjut dengan memperhitungkan faktor kontekstual pergantian CEO menunjukkan pasar bereaksi positif apabila proses pergantian terjadi secara rutin dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan. Hal ini menunjukkan investor di Indonesia menyukai pergantian yang sesuai, yaitu pergantian secara rutin dengan CEO pengganti berasal dari dalam. Akan tetapi pasar akan bereaksi negatif apabila proses pergantian adalah rutin dengan pengganti yang berasal dari luar perusahaan. Apabila pergantian CEO terjadi secara nonrutin maka investor di Indonesia ragu-ragu dalam bertindak, mereka bereaksi positif dan negatif dalam periode jendela. Hasil ini terjadi pada pergantian secara nonrutin dengan pengganti yang berasal dari dalam dan luar perusahaan.

Penelitian tentang reaksi pasar terhadap pergantian CEO yang ditinjau dari *abnormal return* di sekitar hari pengumuman telah banyak dilakukan, sedangkan penelitian reaksi pasar yang ditinjau dari *variance return* pasar di sekitar periode pengamatan masih jarang dilaksanakan. Pengujian *Security Return Variance* (SRV) bertujuan untuk mengetahui tentang fluktuasi *return* pada periode pengamatan. Warner, Watts & Wruck (1988) melakukan pengujian SRV terhadap pengumuman pergantian CEO dan menunjukkan ada *variance return* yang signifikan pada dua hari periode pengamatan ( $t-1$  dan  $t_0$ ).

Berdasarkan telaah literatur yang telah dilakukan, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

$H_{1a}$  : Ada perbedaan *variance return* antara periode sebelum pergantian CEO dan setelah pergantian CEO.

H<sub>1b</sub> : Ada perbedaan *variance return* antara saat pengumuman pergantian CEO dan periode di luar pengumuman pergantian CEO.

## 2. Reaksi Pasar Terhadap Pergantian CEO Secara Rutin dan Nonrutin

Pergantian CEO dapat melalui sebuah proses yang rutin atau sebuah proses yang nonrutin. Pourciau (1993) mendefinisikan pergantian CEO yang rutin adalah pergantian yang terstruktur dan direncanakan dengan matang. CEO lama biasanya tetap menduduki jabatan sebagai Dewan Direksi dan tetap memantau jalannya perusahaan. Sedangkan pergantian nonrutin adalah kondisi perusahaan yang tidak menyiapkan proses pergantian CEO, karena keterbatasan waktu dan kesempatan untuk memilih calon CEO. Proses ini tidak terencana. Akan tetapi, sangat sulit untuk mengetahui alasan pergantian CEO karena perusahaan biasanya cenderung untuk menutupi kejadian sesungguhnya di perusahaan. Kang & Shivdasani (1996) mendefinisikan pergantian CEO karena proses pemecatan atau karena proses normal adalah dengan melihat apakah CEO lama menduduki posisi Dewan Direksi. Jika CEO lama berada di Dewan Direksi setelah lengser dari jabatannya maka proses tersebut adalah suksesi normal dan sebaliknya.

Denis & Denis (1995) meneliti dampak pengumuman pergantian CEO secara normal dan pemecatan. Dari 325 pergantian CEO selama periode penelitian, mereka mengidentifikasi 69 pergantian nonrutin dan 43 pergantian normal. Hasilnya menunjukkan pasar bereaksi positif untuk kedua bentuk pengumuman tersebut dengan CAR 2,5 persen dan 0,61 persen untuk pergantian nonrutin dan pergantian rutin. Neumann & Voetmann (1999) meneliti pergantian CEO di Denmark periode 1994-1998. Sampel penelitiannya adalah 39 pergantian CEO karena proses yang tidak rutin dan 42 pengunduran diri secara sukarela. Hasil penelitiannya menunjukkan

pasar bereaksi positif terhadap pergantian melalui proses nonrutin dan bereaksi negatif terhadap pergantian yang rutin. Hasil penelitian Neumann & Voetmann (1999) dikonfirmasi oleh Dherment-Ferere & Reneboog (2000) dengan menggunakan sampel pergantian CEO di Perancis.

Berdasarkan telaah literatur yang telah dilakukan, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>2a</sub> : Ada perbedaan *variance return* antara periode sebelum pergantian CEO dan setelah pergantian CEO karena proses pergantian rutin (nonrutin).

H<sub>2b</sub>: Ada perbedaan *variance return* antara saat pengumuman pergantian CEO dan periode di luar pengumuman pergantian CEO karena proses pergantian rutin (nonrutin).

## 3. Reaksi Pasar Terhadap Asal Pengganti CEO

Salah satu faktor yang mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO adalah asal kandidat CEO, apakah berasal dari dalam atau dari luar perusahaan. Dherment-Ferere & Reneboog (2000) menyatakan pengangkatan CEO baru yang berasal dari dalam perusahaan mempunyai keuntungan sebagai berikut: pertama, mempunyai pemahaman yang lebih baik mengenai kondisi internal perusahaan, pandangan mengenai produk, pasar dan kompetisi, dan hubungan yang lebih dekat dengan klien; kedua, jaringan sosial yang lebih baik sehingga mereka dapat memperoleh informasi yang spesifik. Sedangkan pengangkatan CEO yang berasal dari luar mempunyai keuntungan reputasi perusahaan terjaga terutama jika perusahaan menghadapi kesulitan keuangan atau kinerja yang buruk. Dewan Komisaris cenderung untuk memilih kandidat dari luar jika kinerja perusahaan jelek (Farrell & Whidbee 2003). Dalam kondisi kinerja yang buruk pemilihan kandidat CEO yang berasal dari dalam semakin membuat negatif citra perusahaan

karena mereka dianggap bertanggungjawab terhadap kinerja perusahaan tersebut.

Worrel, Davidson III & Glascock (1993) menunjukkan pengumuman CEO pengganti yang berasal dari luar perusahaan meningkatkan kemakmuran pemegang saham, sedangkan penunjukkan CEO pengganti yang berasal dari dalam perusahaan tidak memberikan dampak bagi kemakmuran pemegang saham. Dherment-Ferere & Reneboog (2000) menguji pergantian CEO yang mengangkat kandidat dari luar atau mempromosikan kandidat dari dalam perusahaan. Mereka tidak menemukan reaksi pasar yang signifikan. Bahkan pada saat kinerja perusahaan sedang jelek dengan mengangkat kandidat dari luar atau pada saat kinerja perusahaan baik dengan mempromosikan kandidat dari dalam perusahaan, pasar juga tidak bereaksi.

Berdasarkan telaah literatur yang telah dilakukan, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

$H_{3a}$  : Ada perbedaan *variance return* antara periode sebelum pergantian CEO dan setelah pergantian CEO dengan CEO pengganti yang berasal dari dalam (luar) perusahaan.

$H_{3b}$  : Ada perbedaan *variance return* antara saat pengumuman pergantian CEO dan periode di luar pengumuman pergantian CEO dengan CEO pengganti yang berasal dari dalam (luar) perusahaan.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan studi peristiwa (*event study*), yaitu penelitian yang bertujuan untuk menguji perbedaan variabilitas harga saham pada periode jendela suatu peristiwa yang diidentifikasi. Peristiwa yang diidentifikasi adalah pengumuman pergantian CEO atau Direktur Utama. Periode estimasi terdiri dari 120 hari sebelum periode jendela. Periode penelitian adalah 1992-2003.

Penelitian ini menentukan tanggal pengumuman pergantian CEO menggunakan

berbagai sumber, yaitu: Harian Neraca; Harian Kompas; dan *Business News*. Kami juga melakukan korespondensi dengan perusahaan-perusahaan tersebut melalui e-mail menanyakan tentang pergantian CEO yang terjadi. Data selanjutnya adalah harga saham harian dan indeks pasar atau IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) tahun 1992 sampai dengan tahun 2003 untuk menghitung *return* sekuritas dan *return* pasar dan variabilitas *return* diperoleh dari PPA FE UGM. Penelitian ini melakukan koreksi terhadap beta dengan menggunakan metode Fowler & Rorke (1983) 4 *lead* dan 4 *lag*, seperti yang disarankan Hartono & Suriyanto (2000).

Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive*, yaitu pemilihan sampel yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dalam penelitian ini. Sampel berasal dari pengumuman pergantian CEO periode 1993-2003. Pemilihan sampel dilakukan sebagai berikut: pertama, mengidentifikasi pengumuman pergantian CEO oleh perusahaan yang *listing* di BEJ pada periode 1992-2003; kedua, membersihkan sampel dari *confounding effect*.

### 1. Identifikasi Variabel

Bagian ini akan membahas identifikasi variabel yang digunakan dalam penelitian ini. CEO ini dikenal dengan istilah lain, misalnya: Direktur Utama, Presiden Direktur atau Presiden, yaitu seseorang yang memegang jabatan tertinggi pada suatu perusahaan. Sedangkan pengategorian proses pergantian CEO ada dua: rutin dan nonrutin. Pergantian rutin adalah pergantian yang telah direncanakan dengan matang dan terstruktur, sedangkan pergantian nonrutin adalah pergantian secara mendadak dan tidak direncanakan. Peneliti akan meneliti berita terkait dengan pergantian CEO di Harian Neraca, Kompas, dan Mingguan *Business News* untuk menentukan suatu peristiwa pergantian sebagai peristiwa rutin dan nonrutin. Jika peneliti tidak mampu menemukan sebabnya, maka peneliti akan mengacu ke penelitian

Kang & Shivdasani (1996) yang melakukan pengategorian pergantian rutin jika CEO lama menjabat sebagai anggota atau ketua Dewan Komisaris dan pergantian nonrutin jika CEO lama tidak menjabat sebagai anggota atau ketua Dewan Komisaris.

Penelusuran atas asal CEO dibedakan menjadi dua: CEO yang berasal dari dalam dan CEO yang berasal dari luar. CEO yang berasal dari luar adalah seseorang yang pada saat menjadi CEO kurang dari tiga tahun bekerja di perusahaan tersebut. Jika lebih dari tiga tahun telah bekerja, maka CEO tersebut tergolong CEO yang berasal dari dalam perusahaan. Penetapan angka tiga tahun mengacu ke penelitian terdahulu, yaitu Kang & Shivdasani (1996) yang berargumen kinerja mereka selama tiga tahun merupakan masa kerja yang relatif pendek dan dianggap belum mencukupi untuk menjadi referensi promosi ke posisi CEO.

## 2. Pengujian Hipotesis

Penghitungan *abnormal return* menggunakan metode pasar. Model pasar dibentuk dengan melakukan regresi *return* sekuritas perusahaan *i* terhadap *return* pasar dalam 120 hari periode estimasi ( $t-126$  sampai dengan  $t-6$ ).

Berikut ini akan disajikan cara menghitung SRV:

$$SRV = \frac{AR_{i,t}^2}{Var(AR_{i,t})}$$

Keterangan:

$$SRV = \text{Security Return Variance}$$

$$AR_{i,t}^2 = \text{Abnormal Return perusahaan } i \text{ pada hari } t$$

$$Var(AR_{i,t}) = \text{Variance Abnormal Return pada periode estimasi}$$

Pengujian SRV berfungsi untuk mengetahui apakah ada reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman pergantian CEO. Penghitungan ini menggunakan nilai absolut yaitu kuadrat dari *abnormal return*, sehingga tidak ada efek saling meniadakan jika ada *abnormal return* perusahaan sampel yang negatif dan positif. Pengujian reaksi pasar dilakukan dengan cara: (1) membandingkan variabilitas *return* pada periode sebelum dan setelah pengumuman dengan periode jendela 11 hari, 21 hari, 41 hari dan 51 hari; dan (2) membandingkan variabilitas *return* saham pada saat pengumuman pergantian CEO dengan variabilitas *return* saham di sekitar periode pengumuman.

## ANALISIS HASIL PENELITIAN

Sampel penelitian ini berasal dari periode 1 Januari 1992 sampai dengan 31 Desember 2003. Jangka waktu penelitian ini adalah 12 tahun. Jumlah pergantian CEO yang diumumkan oleh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1992-2003 sebanyak 107 peristiwa. Selanjutnya dikurangi dengan perusahaan yang pada saat bersamaan mengumumkan *corporate action* lainnya atau data harga saham yang tidak lengkap sehingga diperoleh sampel sebanyak 59 pergantian CEO.

Tabel 1. Prosedur pemilihan sampel

Prosedur pemilihan sampel	Jumlah
Pengumuman Pergantian CEO	160
Data yang tidak dapat digunakan	(53)
Pengumuman pergantian CEO <i>with confounding effect</i>	107
<i>Confounding Effect:</i>	
Dividen	(43)
Saham Bonus	(2)
<i>Stock Split</i>	(2)
<i>Right Issue</i>	(1)
Merger dan Akuisisi	(0)
Laporan keuangan	<u>(0)</u>
Pengumuman pergantian CEO <i>nonconfounding effect</i>	59
Pengumuman pergantian CEO rutin	22
Pengumuman pergantian CEO nonrutin	37
Pengumuman pergantian CEO <i>inside</i>	31
Pengumuman pergantian CEO <i>outside</i>	28
Pengumuman pergantian CEO rutin <i>inside</i>	15
Pengumuman pergantian CEO rutin <i>outside</i>	7
Pengumuman pergantian CEO nonrutin <i>inside</i>	16
Pengumuman pergantian CEO nonrutin <i>outside</i>	21

Nilai beta pada penelitian ini adalah 0,272. Nilai ini mengalami peningkatan menjadi 1,09 setelah dikoreksi dengan metode Fowler & Rorke (1983) 4 lead dan 4 lag. Nilai beta koreksian menunjukkan nilai yang mendekati nilai beta ideal (1) dibandingkan dengan nilai beta sebelum koreksi.

### 1. 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 mengkuadratkan *abnormal return* sehingga diperoleh nilai absolut dan menghilangkan efek saling meniadakan antara reaksi pasar positif dan negatif seperti pada pengujian

*abnormal return*. Pengujian SRV terhadap pengumuman pergantian CEO dilakukan sebanyak dua tahap pada masing-masing hipotesis: pertama, menguji SRV pada saat pengumuman ( $t_0$ ) dengan SRV di luar  $t_0$  pada saat periode jendela; kedua, menguji SRV sebelum hari pengumuman dan sesudah hari pengumuman selama periode jendela. Periode jendela yang digunakan untuk melakukan pengujian tahap pertama dan kedua adalah selama 11 hari, 21 hari, 41 hari dan 51 hari. Berikut ini akan dibahas pengujian SRV terhadap pengumuman pergantian CEO.

### 2. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Pergantian CEO secara keseluruhan

Bagian ini akan membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO secara keseluruhan.

Tabel 2. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian CEO

Periode	Hipotesis yang diuji	Semua Pergantian CEO	Pergantian Rutin	Pergantian Non rutin	CEO penggantian dalam	CEO penggantian luar	Pergantian rutin dan CEO penggantian dalam	Pergantian rutin dan CEO penggantian luar	Pergantian non-rutin dan CEO penggantian dalam	Pergantian non-rutin dan CEO penggantian luar
11 hari	t0 dan diluar t0	-0.275	-1.493	0.032	-1.015	0.735	-1.896*	-0.120	-1.059	0.490
	Sebelum dan sesudah	0.773	-0.416	0.942	-0.334	0.814	0.449	-1.426	-0.493	3.142***
21 hari	t0 dan diluar t0	-0.088	-1.342	0.147	-0.877	0.858	-2.680**	0.273	-0.688	0.424
	Sebelum dan sesudah	-0.772	-0.130	-0.759	-0.838	0.460	0.598	-1.507	-1.046	0.058
41 hari	t0 dan diluar t0	0.558	-1.270	0.858	-0.626	0.940	-2.146**	0.295	0.198	0.830
	Sebelum dan sesudah	-0.567	1.223	-0.914	-0.560	-0.912	1.449	-0.127	-1.039	-0.160
51 hari	t0 dan diluar t0	-0.127	-1.205	-0.005	-0.357	0.489	-2.297**	0.338	0.464	-0.086
	Sebelum dan sesudah	-0.971	1.167	-1.220	-0.618	-0.694	0.315	-0.034	-1.155	-0.754

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

Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pengujian perbedaan SRV pada saat pengumuman dan SRV di luar hari pengumuman pada periode jendela 11 hari menunjukkan tidak ada perbedaan SRV pada saat hari pengumuman dengan SRV di luar hari pengumuman. Pada saat peneliti mengembangkan periode pengamatan menjadi 21 hari juga menunjukkan hasil yang serupa, yaitu tidak ada perbedaan variabilitas *return* saham. Peneliti juga membandingkan SRV pada saat hari pengumuman dengan SRV di luar hari pengumuman selama periode jendela 41 hari dan 51 hari juga menunjukkan hasilnya tidak signifikan. 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 antara SRV periode sebelum hari pengumuman dan SRV periode sesudah hari pengumuman untuk periode pengamatan 11 hari, 21 hari, 41 hari dan 51 hari. Pada periode pengamatan 11 hari, kami membandingkan rata-rata SRV selama lima hari sebelum pengumuman dengan rata-rata SRV selama lima hari sesudah pengumuman. Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan SRV antara periode sebelum pengumuman pergantian CEO dengan periode sesudah pengumuman pergantian CEO. Untuk periode pengamatan 21 hari, 41, dan 51 hari juga tidak ada perbedaan yang signifikan antara variabilitas *return* pada periode sebelum dan setelah pengumuman pergantian CEO.

Pengujian SRV dengan membandingkan: pertama, antara SRV pada saat hari pengumuman dan hari di luar pengumuman; dan kedua, antara SRV sebelum pengumuman dan SRV sesudah pengumuman menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Pengumuman pergantian CEO dianalisis dari sudut pandang SRV tidak mempunyai kandungan informasi.

### 3. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Pergantian CEO secara Rutin (Nonrutin)

Bagian ini membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin. Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pada periode jendela 11 hari, perbandingan antara SRV pada saat pengumuman dan SRV di luar hari pengumuman menunjukkan nilai *t* hitung yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan variabilitas *return* saham saat pengumuman dan di luar hari pengumuman adalah tidak berbeda. Analisis selanjutnya dengan menggunakan periode jendela 21 hari juga tidak menunjukkan perbedaan SRV antara saat pengumuman dengan di luar hari pengumuman. Periode jendela yang diperpanjang menjadi 41 hari dan 51 hari juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara SRV saat pengumuman dan di luar pengumuman.

Pengujian perbedaan SRV antara periode sebelum pengumuman dan periode sesudah pengumuman 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 juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin. Pengujian perbedaan SRV antara sebelum dan sesudah pengumuman untuk periode jendela 41 hari menghasilkan nilai *t* hitung yang tidak signifikan. Pengujian berikutnya menggunakan periode pengamatan 51 hari, juga tidak menunjukkan perbedaan SRV antara periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin.

Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin. SRV antara hari pengumuman dan diluar hari pengumuman pada periode jendela 11 hari

menghasilkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Pengujian selanjutnya menggunakan periode jendela selama 21 hari juga tidak menunjukkan perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman. Berikutnya menggunakan pengamatan 41 hari, pengujian perbedaan antara SRV pada saat pengumuman dan di luar pengumuman menghasilkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Oleh karena itu, tidak ada perbedaan SRV antara hari pengumuman di luar pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dengan menggunakan periode jendela 41 hari. Pengujian terhadap SRV pada saat pengumuman dengan SRV di luar hari pengumuman dengan menggunakan periode jendela 51 hari juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Pengujian perbedaan SRV antara periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin pada periode jendela 11 hari juga tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Tidak ada perbedaan SRV pada periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin. 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.

Hasil pengujian terhadap kandungan informasi pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan proses pergantian: rutin dan nonrutin ternyata tidak menunjukkan kandungan informasi. Pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dan nonrutin ternyata tidak mengakibatkan investor mengubah sikapnya untuk bereaksi, sehingga tidak ada perbedaan SRV antara saat pengumuman dengan di luar pengumuman dan periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO.

#### **4. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Pergantian CEO dengan pengganti yang berasal dari dalam/luar perusahaan.**

Bagian berikut ini akan membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan menganalisis asal penggantinya, dari lingkungan dalam perusahaan atau dari luar lingkungan perusahaan. Berdasarkan tabel 2 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 menunjukkan nilai  $t$ -hitung yang tidak signifikan. Tidak ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan di luar periode pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam perusahaan. Sedangkan pengujian dengan menggunakan periode waktu 21 hari juga menunjukkan tidak ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan SRV di luar periode pengumuman. Hasil pengujian ini juga dikonfirmasi dengan hasil pengujian untuk periode jendela selama 41 hari dan 51 hari.

Pengujian perbedaan antara SRV pada periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam untuk periode jendela 11 hari menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa SRV pada periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam perusahaan secara statistik sama. Selanjutnya pengujian dengan menggunakan periode jendela 21 hari menunjukkan bahwa nilai  $t$  hitung adalah -0,833 dengan tingkat signifikansi 40,9 persen. Hasil ini juga menunjukkan tidak ada perbedaan antara SRV pada sepuluh hari sebelum pengumuman dan sepuluh hari sesudah pengumuman. Pengujian dengan menggunakan periode pengamatan 41 hari dan 51 hari juga memperkuat hasil pengujian untuk periode jendela yang lebih pendek yaitu tidak ada perbedaan antara SRV sebelum dan

sesudah pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam perusahaan.

Bagian berikut akan membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan CEO pengganti berasal dari luar perusahaan. Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pengujian SRV antara saat pengumuman dan di luar periode pengumuman 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 menunjukkan nilai  $t$  hitung sebesar 0,858. Nilai ini tidak signifikan, oleh karena itu perbandingan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman pada periode jendela 21 hari juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Pengujian dengan menggunakan periode jendela 41 hari dan 51 hari tidak menunjukkan nilai  $t$  hitung yang signifikan. Hasil pengujian ini menunjukkan tidak ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan SRV di luar periode jendela 41 hari dan 51 hari.

Pengujian terhadap perbedaan SRV antara periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO dengan CEO pengganti yang berasal dari luar untuk periode jendela 11 hari, menunjukkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Hasil ini tidak menunjukkan perbedaan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar lingkungan perusahaan. Perbandingan antara SRV pada 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman pergantian CEO dengan pengganti berasal dari luar perusahaan juga menunjukkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Pengujian selanjutnya menggunakan periode jendela selama 41 hari dan 51 hari juga menghasilkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Dengan demikian pengujian perbedaan SRV untuk

periode jendela 41 hari dan 51 hari tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan asal pengganti dari luar perusahaan, dengan menganalisis perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar periode pengumuman dan sebelum dan sesudah pengumuman tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Investor tidak menganggap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar mempunyai kandungan informasi, sehingga investor tidak bereaksi dalam perdagangan saham.

##### **5. Reaksi Pasar terhadap Pergantian CEO secara rutin (nonrutin) dan pengganti yang berasal dari dalam (luar) perusahaan**

Bagian berikut akan membahas reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan kedua aspek kontekstual, yaitu: rutin (nonrutin) dan pengganti dari dalam (perusahaan). Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pengujian kandungan informasi pengumuman pergantian CEO dengan membandingkan SRV saat pengumuman dan di luar pengumuman dengan menggunakan periode jendela 11 hari menghasilkan nilai  $t$  hitung sebesar -1,896. Nilai  $t$  hitung ini signifikan 10 persen. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan variabilitas *return* saham antara saat pengumuman dan periode di luar pengumuman. Pengujian selanjutnya dengan menggunakan periode yang lebih panjang yaitu membandingkan SRV saat pengumuman dengan rata-rata SRV untuk 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah juga menunjukkan nilai  $t$  hitung yang signifikan. Sedangkan pengujian menggunakan periode jendela 41 hari dan 51 hari juga menunjukkan nilai  $t$  hitung yang signifikan. Hasil ini menunjukkan ada perbedaan signifikan antara SRV saat pengumuman dan di luar pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan kandidat yang berasal dari

dalam perusahaan. Pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan.

Pengujian kandungan informasi dengan menganalisis perbedaan SRV pada periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan calon pengganti dari dalam pada periode jendela menghasilkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan tidak ada perbedaan SRV antara periode sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam. Analisis berikutnya menggunakan periode pengamatan 21 hari juga tidak menunjukkan perbedaan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman. Sedangkan pengujian untuk periode peristiwa 41 hari menunjukkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Dengan demikian untuk periode jendela 41 hari, tidak ada perbedaan SRV antara periode 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam. Pengujian berikutnya menggunakan periode pengamatan 51 hari mengkonfirmasi hasil pada periode 11 hari, 21 hari dan 41 hari yaitu tidak ada perbedaan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan.

Pengujian kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam dengan menggunakan perbedaan SRV antara saat pengumuman dan sesudah pengumuman menunjukkan hasil yang signifikan. Investor menggunakan informasi pengumuman tersebut untuk bereaksi terhadap harga saham. Investor di sini bereaksi dengan cepat, pada saat memperoleh informasi pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam. Hal ini dapat disimpulkan berdasarkan pengujian perbedaan SRV antara periode sebelum dan selama ternyata tidak signifikan. Investor bereaksi pada saat pengumuman, kemudian hari-hari selanjutnya mereka sudah menyerap

informasi tersebut sehingga tidak menunjukkan reaksi yang berbeda dengan sebelum pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan.

Bagian berikut akan membahas pengujian SRV untuk pergantian secara rutin dengan pengganti dari luar perusahaan. Berdasarkan tabel 2 pengujian kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari luar perusahaan dengan menganalisis perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman untuk periode jendela 11 hari menunjukkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Hal ini menandakan ada kesamaan antara SRV saat pengumuman dan di luar pengumuman. Sedangkan pengujian perbedaan SRV untuk jangka waktu 21 hari juga menunjukkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Pengujian selanjutnya dengan menggunakan periode jendela 41 hari dan 51 hari juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara saat pengumuman dan di luar pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan pengganti yang berasal dari luar perusahaan.

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. Perbandingan antara rata-rata SRV untuk lima hari sebelum dan lima hari sesudah menunjukkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Pengujian berikutnya menggunakan periode jendela 21 hari juga menunjukkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Berikutnya pengujian untuk jangka waktu 41 hari dan 51 hari menghasilkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan.

Pengujian mengenai kandungan informasi pengumuman pergantian CEO melalui proses rutin dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan akan disajikan berikut ini. Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pengumuman pergantian CEO melalui proses

nonrutin dengan pengganti yang berasal dari dalam untuk periode jendela 11 hari tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara SRV saat pengumuman dan SRV di luar pengumuman. Sedangkan pengujian untuk periode jendela 21 hari menghasilkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Hasil ini juga menunjukkan tidak ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan di luar pengumuman. Investor tidak menggunakan informasi pengumuman untuk mengambil keputusan investasi. Dengan kata lain, pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dengan pengganti dari dalam lingkungan perusahaan tidak mempunyai kandungan informasi. Hasil ini juga dikonfirmasi dari pengujian dengan periode jendela yang lebih panjang, yaitu 41 hari dan 51 hari.

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

Bagian berikut akan membahas pengujian kandungan informasi pergantian CEO secara nonrutin dengan pengganti yang berasal dari luar perusahaan. Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pengujian perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman menghasilkan nilai  $t$  hitung yang tidak signifikan. Hasil ini menandakan tidak ada perbedaan antara SRV saat pengumuman dan di luar pengumuman. Pengujian selanjutnya dengan menggunakan periode jendela 21 hari juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Sedangkan pengujian dengan menggunakan periode jendela 41 hari dan 51 hari juga tidak menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara SRV saat pengumuman dan di luar pengumuman. Berdasarkan pengujian perbedaan SRV antara saat pengumuman dan di luar pengumuman, maka pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dengan pengganti dari luar tidak mempunyai kandungan informasi.

Pengujian selanjutnya membandingkan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO melalui proses nonrutin dengan pengganti yang berasal dari luar antara periode sebelum dan sesudah pengumuman menghasilkan nilai  $t$  hitung sebesar 3,142, signifikan pada tingkat 1 persen. Hasil ini menunjukkan bahwa ada perbedaan SRV antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Investor memanfaatkan informasi pergantian CEO secara nonrutin dengan pengganti dari luar untuk mengambil keputusan investasi. Sedangkan pengujian untuk periode jendela 21 hari, 41 hari dan 51 hari tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara SRV sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dengan pengganti yang berasal dari luar.

Pengujian kandungan informasi pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan dua faktor kontekstual: proses rutin (nonrutin) dan pengganti dari dalam (luar) menunjukkan hasil yang menarik. Pertama, kandungan informasi pengumuman pergantian CEO ternyata harus ada kesesuaian antara kedua faktor kontekstual: proses pergantian secara rutin dengan pengganti dari dalam dan proses pergantian nonrutin dengan pengganti dari luar. Kedua, pada proses pergantian secara rutin dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan investor langsung merespon pengumuman tersebut pada saat hari pengumuman, sehingga mengakibatkan perbedaan yang signifikan antara saat pengumuman dan di luar pengumuman. Sedangkan pengumuman

pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar ternyata dicerna dulu baru kemudian digunakan untuk mengambil keputusan investasi sesudahnya. Hal ini terlihat dari perbedaan SRV terjadi antara periode sebelum dan sesudah pengumuman.

## KESIMPULAN

Pengujian kandungan informasi menggunakan SRV menunjukkan hasil yang menarik. Pengujian terhadap keseluruhan sampel menunjukkan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO. Hasil yang sama juga terjadi pada pengujian terhadap proses pergantian CEO: secara rutin dan nonrutin, dan asal pengganti CEO: dari dalam perusahaan dan luar perusahaan. Pada saat peneliti mengkombinasikan faktor kontekstual, yaitu: proses pergantian secara rutin dengan pengganti berasal dari luar perusahaan, dan pergantian secara nonrutin dengan pengganti berasal dari dalam perusahaan ternyata pasar tidak bereaksi yang ditunjukkan dengan tidak ada perbedaan *variance return* antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Akan tetapi pada saat adanya kesesuaian faktor kontekstual, yaitu proses pergantian terjadi secara rutin dengan pengganti berasal dari dalam perusahaan, maka investor akan bereaksi. Hal ini terjadi karena CEO yang baru cenderung akan meneruskan strategi dan gaya manajemen CEO lama sehingga mengurangi ketidakpastian karena terjadinya pergantian CEO. Investor juga bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO yang terjadi melalui proses nonrutin dengan pengganti yang berasal dari luar perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor beranggapan bahwa proses pergantian secara nonrutin membutuhkan CEO yang berasal dari luar perusahaan karena akan memberikan cara manajemen yang berbeda dari pendahulunya, sehingga akan memberikan terobosan baru bagi perusahaan.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi Setiawan (2005) yang menunjukkan bahwa investor di Indonesia menyukai proses pergantian rutin dengan pengganti yang berasal dari luar perusahaan. Selain itu peneliti juga memberikan hasil yang menarik bahwa investor di Indonesia menyukai proses pergantian yang sesuai, yaitu: proses pergantian secara rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan (Setiawan, 2005) dan proses pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia menyukai proses pergantian yang sesuai. Oleh karena itu, jika emiten akan melakukan suksesi maka harus memperhatikan aspek ini. Apabila proses pergantian tersebut rutin maka penggantinya sebaiknya berasal dari dalam perusahaan, supaya dapat meyakinkan investor bahwa akan ada kesinambungan dalam pengelolaan perusahaan. Akan tetapi, jika proses pergantian adalah nonrutin maka sebaiknya pengganti CEO berasal dari luar perusahaan. Hal ini mengisyaratkan akan adanya perubahan gaya manajemen, sehingga akan memberikan arah baru yang diharapkan akan meningkatkan kinerja perusahaan.

## REFERENSI

- Abe, Yukiko. 1997. "Chief Executive Turnover and Firm Performance in Japan". *Journal of Japanese and International Economics* 11 (March):2-26.
- Agrawal, Anup, Charles R. Knoeber, dan Theofanis Tsoulouhas. 2000. "CEO Succession: Insiders versus Outsiders". *Working Papers from ssrn.com* 25 Oktober
- Bonnier, Karl-Adam, dan Robert F. Brunner. 1989. "An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms". *Journal of Accounting and Economics* 11 (Februari):95-106.
- Brunello, Giorgio, Clara Graziano, dan Bruno M. Parigi. 2003. "CEO Turnover in

- Insider-Dominated Boards: The Italian Case". *Journal of Banking & Finance* 27:1027-1051.
- Conyon, Martin J., dan Annita Flourou. 2002. "Top Executive Dismissal, Ownership and Corporate Performance". *Working Papers from London Business School* 15 Oktober 2004
- Clayton, M.J., Jay C Hartzell, and Joshua Rosenberg. 2002. "The Impact of CEO Turnover on Firm Volatility". *Working Papers from ssrn.com* 17 Oktober 2004
- Dahyaa, Jay, A.A.Lonie, dan David M.Power. 2000. "Changes in Corporate Management: Do They Have an Impact on Share Prices and Company Earnings?". *Managerial Finance* 26 (9):66-79.
- Dahyaa, Jay, dan John J. McConnell. 2002. "Outside Director and Corporate Boards Decisions". *Papers presented at 63<sup>rd</sup> Annual Meeting of American Finance Association at . Washington D.C.* 3-5 January 2003.
- Dahyaa, Jay, John J. McConnell, dan Nikolaus G. Travlous. 2002. "The Cadbury Committee, Corporate Turnover and Top Management Turnover". *Journal of Finance* 57:461-483.
- Dedmen, Elisabeth, dan Stephen W.J.Lin. 2002. "Shareholder Wealth Effects of CEO Departures:Evidence from the UK". *Working Papers from ssrn.com* 17 Oktober 2004.
- Denis, David J., dan Diane K. Denis. 1995. "Performance Changes Following Top Management Dismissal". *The Journal of Finance* 50 (September):1029-1057.
- Dherment-Ferere, Isabele, dan Luc Reneboog. 2000. "Share Price Reaction to CEO Resignation and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies". *Working Papers from ssrn.com* 14 September 2004.
- Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance* 25:383-417.
- Fowler,D.J., and C. H. Rorke. 1983. "The Risk Measurement when Shares are Subject to Infrequent Trading:Comment". *Journal of Financial Economics* 12 (Agustus):279-284.
- Friedman, Stewart D., dan Harbir Singh. 1989. "CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content". *Academy of Management Journal* 32 (4):718-744
- Jones, Charles P. 1998. *Investment:Analysis and Management 6<sup>ed</sup>*. New York: John Wiley & Sons.
- Hartono, Jogyanto. 1999. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta:BPFE UGM.
- Hartono, Jogyanto, dan Surianto. 2000. "Bias in Beta Values and Its Correction: Empirical Evidence from the Jakarta Stock Exchange". *Gadjah Mada International Journal of Business* 2 (September): 337-350.
- Hayes, Rachel M., Paul Oyer, dan Scott Schaefer. 2002. "Stability of Management Teams". *Working Papers from ssrn.com* 10 Oktober 2004.
- Hermalin, Benjamin E., dan Michael S. Weisbach. 1988. "The Determinants of Board Composition". *RAND Journal of Economics* 4 (Winter):589-606.
- Huson, Mark R., Paul H. Maltesta, dan Robert Parrino. 2003. "Managerial Succession and Firm Performance". *Working Papers from McComb Business School. University of Texas at Austin*.
- Jagannathan, Maruli. 1996. "Internal Control Mechanisms and Forced CEO Turnover: An Empirical Investigation". *Unpublished PhD dissertation at Virginia Polytechnic Institute and State University*
- Jun-Koo Kang, dan Anil Shivdasani. 1995. "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover

- in Japan". *Journal of Financial Economics* 38 (Januari):29-58.
- Jun-Koo Kang, dan Anil Shivdasani. 1996. "Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-Price Effects of Top Management Turnover". *The Review of Financial Studies* 9 (Winter):1061-1095.
- Lausten, Mette. 2002. "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms". *International Journal of Industrial Organization* 20:391-414
- Neumann, Robert, dan Torben Voetmann. 1999. "CEO Turnover and Corporate Governance: Evidence from Copenhagen Stock Exchange". *Paper presented at 26<sup>th</sup> Annual Meeting of the European Finance Association at Vassa, Finland, 25-28 August 1999*.
- Pourciau, Susan. 1993. "Earnings Management and Nonroutine Executive Changes". *Journal of Accounting and Economics* 16: 317-336.
- Reinganum, Marc R. 1985. "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth". *Administrative Science Quarterly* 30 (March):46-60
- Robert, Parrino. 1997. "CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis". *Journal of Financial Economics* 46 (November):165-197.
- Setiawan, Doddy. 2005. "Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Pergantian CEO", artikel yang dipresentasikan di *The 1<sup>st</sup>. Indonesian Business Management Conference* di Prasetya Mulya Business School Jakarta 26 Januari 2005.
- Shearer, S. Corrine, David S. Hames, dan Janet B. Runge. 2001. "How CEO's Influence Organization Culture Following Acquisition". *Leadership & Organizations Development Journal* 22 (3):105-113.
- Suchard, Jo-Ann, Manohar Singh, and Robert Barr. 2001. "The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms". *Pacific Basin Finance Journal* (Januari):1-27.
- Warner, Jerold B., Ross L. Watts, dan Karen H. Wruck. 1988. "Stock Prices and Top Management Changes". *Journal of Financial Economics* 20:(461-492)
- Weisbach, Michael S. 1988 "Outside Directors and CEO Turnover". *Journal of Financial Economics* 20:431-460.
- Weisbach, Michael S. 1995. "CEO Turnover and the Firm's Investment Decisions". *Journal of Financial Economics* 37:159-188.
- Worrel, Dan L., Wallace N. Davidson III, dan John L. Glascock. 1993. "Stockholders Reaction to Departures and Appointments of Key Executive Attributable to Firing". *Academy of Management Journal* 36 (April):387-401.