

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF*
*EXECUTIVE OFFICER (CEO) DIUKUR DENGAN ABNORMAL VOLUME***



SKRIPSI

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

Oleh

Laura Widuri Nainggolan

F 0305073

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA**

2009

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan judul:

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF
EXECUTIVE OFFICER (CEO) DIUKUR DENGAN ABNORMAL VOLUME***

Surakarta, Juli 2009

Telah diterima dan disetujui

Pembimbing

DODDY SETIAWAN, SE., M.Si., IMRI., Ak.

NIP 197502182000121001

HALAMAN PENGESAHAN TIM PENGUJI

Telah disetujui dan diterima dengan baik oleh tim penguji skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi.

Surakarta, Juli 2009

Tim Penguji Skripsi

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

HALAMAN MOTTO

"Haleluya! Pujilah Allah dalam tempat kudus-Nya!
Pujilah Dia dalam cakrawala-Nya yang kuat!
Pujilah Dia karena segala keperkasaan-Nya,
pujilah Dia sesuai dengan kebesaran-Nya yang hebat!
Pujilah Dia dengan tiupan sangkakala,
pujilah Dia dengan gambus dan kecapi!
Pujilah Dia dengan rebana dan tari-tarian,
pujilah Dia dengan permainan kecapi dan seruling!
Pujilah Dia dengan ceracap yang berdenting,
pujilah Dia dengan ceracap yang berdentang!
Biarlah segala yang bernafas memuji TUHAN!
Haleluya!"

(Mazmur 150)

HALAMAN PERSEMBAHAN

Skripsi ini kupersembahkan untuk

Allah sumber kuatku

Mama dan Bapak

Fera, Yanti, dan Sulis

Naposobulung ku

My Lovely Sunday School!

“Jueng-jueng”

Teman-teman seperjuangan

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa atas segala berkat dan karunia yang diberikan sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi dengan judul **“REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO)* DIUKUR DENGAN *ABNORMAL VOLUME*”**. Skripsi ini disusun dalam rangka melengkapi syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa tanpa bantuan, bimbingan dan kerjasama yang baik dari berbagai pihak, maka skripsi ini tidak akan dapat terselesaikan dengan baik. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terimakasih kepada:

1. Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com., selaku dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
2. Doddy Setiawan SE., MSi., MA., Ak. selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan pengarahan, bantuan, saran, dan waktunya selama penyelesaian skripsi ini.
3. Bapak dan Ibu dosen FE UNS.
4. Kedua orangtuaku, mama dan bapak –ku tercinta.
5. Adik-adikku, Fera, Yanti dan Sulis –ku tercinta.
6. “Jueng-jueng”, Ketz, Mery, Pim dan Siti –ku tersayang.
7. HKBP, Naposbulung dan Sekolah Minggu –ku terkasih.
8. Teman-teman seperjuangan, dita dan nely –ku tersayang.

9. Teman-teman akuntansi angkatan 2005 –ku tersayang.
10. *Belanov Community* –ku tersayang.
11. Petugas Perpustakaan, Bapak *Fotocopy*, Pak Timin, dan Pak Satpam, serta Pak Man dan Pak Pur.
12. Seluruh pihak yang telah membantu dalam penyelesaian skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa tiada hal yang sempurna di dunia ini, maka dari itu penulis mengharapkan saran dan kritik yang bersifat membangun demi perbaikan di masa yang akan datang. Terimakasih.

Surakarta, Juni 2009

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN TIM PENGUJI.....	iii
HALAMAN MOTTO.....	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
ABSTRAKSI.....	xv
BAB	
I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Perumusan Masalah.....	8
C. Tujuan Penelitian.....	11
D. Manfaat Penelitian.....	12
E. Sistematika Penelitian.....	13

II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	
A. Landasan teori.....	15
B. Kerangka Teoritis.....	24
C. Telaah Literatur dan Hipotesis.....	25
III. METODOLOGI PENELITIAN	
A. Desain Penelitian.....	39
B. Populasi dan Teknik Sampling.....	39
C. Sampel.....	40
D. Data.....	41
E. Pengukuran Variabel Penelitian.....	42
F. Pengujian Statistik.....	45
IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
A. Pengujian hipotesis <i>abnormal volume</i> pada 11 hari sekitar pengumuman pada sampel tanpa memperhatikan <i>confounding</i> <i>effect</i>	50
B. Pengujian hipotesis <i>abnormal volume</i> pada 11 hari sekitar pengumuman pada sampel dengan memperhatikan <i>confounding</i> <i>effect</i>	59
V. PENUTUP	
A. Kesimpulan.....	72
B. Keterbatasan	75

C. Saran.....75

DAFTAR PUSTAKA.....76

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel IV.1. Prosedur Pemilihan Sampel.....	49
Tabel IV.2 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	50
Tabel IV.3 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	51
Tabel IV.4 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Non Rutin Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	52
Tabel IV.5 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Dalam (<i>Inside</i>) Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	53
Tabel IV.6 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Luar (<i>Outside</i>) Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	54
Tabel IV.7 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Dalam (<i>Inside</i>) Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	55
Tabel IV.8 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Luar (<i>Outside</i>) Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	56
Tabel IV.9 <i>AAVolt</i> dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Dalam (<i>Inside</i>)Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	57

Tabel IV.10 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Luar (<i>Outside</i>) Tanpa memperhatikan <i>Confounding effect</i>	58
Tabel IV.11 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Memperhatikan <i>Confounding effect</i>	59
Tabel IV.12 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin Dengan memperhatikan <i>Confounding effect</i>	60
Tabel IV.13 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Non Rutin Dengan memperhatikan <i>Confounding effect</i>	61
Tabel IV.14 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Dalam (<i>Inside</i>) Dengan memperhatikan <i>Confounding effect</i>	62
Tabel IV.15 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Luar (<i>Outside</i>) Dengan memperhatikan <i>Confounding effect</i>	63
Tabel IV.16 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Dalam (<i>Inside</i>) Dengan memperhatikan <i>Confounding effect</i>	64
Tabel IV.17 AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Luar (<i>Outside</i>) Dengan memperhatikan <i>Confounding effect</i>	65

Tabel IV.18 *AAV_{it}* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Dalam (*Inside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect*.....66

Tabel IV.19 *AAV_{it}* dan t-hitung *Abnormal volume* Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Luar (*Outside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect*.....67

DAFTAR GAMBAR

Gambar II.1. Kerangka Teoritis Penelitian.....	25
--	----

ABSTRAKSI

REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER* (CEO) DIUKUR DENGAN *ABNORMAL VOLUME*

LAURA WIDURI NAINGGOLAN

F.0305073

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui adanya reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian *Chief Executive Officer* (CEO) di Indonesia diukur dengan *Abnormal Volume*. Pengujian dilakukan secara umum dan dikelompokkan pergantian CEO berdasarkan proses (pergantian secara rutin atau nonrutin), asal pengganti (pergantian dengan asal pengganti *inside* atau *outside*) dan kombinasi dari proses dan asal pengganti (rutin *inside*, rutin *outside*, nonrutin *inside*, atau nonrutin *outside*). Selain itu juga dilakukan pemisahan sampel dengan dan tanpa *confounding effect*. Periode penelitian 2004-2007, dengan perolehan sampel 120 untuk pergantian tanpa memperhatikan *confounding effect* dan 74 untuk pergantian dengan memperhatikan *confounding effect*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar bereaksi pada pergantian secara umum, rutin, nonrutin, *inside*, *outside*, rutin *inside*, rutin *outside* dan nonrutin *outside*, baik dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect*. Untuk pergantian nonrutin *outside* baik dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect*, pasar tidak menunjukkan reaksi.

Kata Kunci: pergantian CEO, abnormal volume, *confounding effect*, rutin, nonrutin, *inside*, *outside*

ABSTRACT

MARKET REACTION ON CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) TURNOVER ANNOUNCEMENT MEASURED WITH ABNORMAL VOLUME

LAURA WIDURI NAINGGOLAN

F.0305073

The research aims at examining market reaction to CEO turnover announcement in Indonesia that measured by abnormal volume. CEO turnover announcements are divided into CEO turnover generally, based on process (routine turnover or non routine turnover), based on origin of incoming CEO (comes from inside or outside), and based on combinations (routine process turnover and incoming CEO comes from inside, routine process turnover and incoming CEO comes from outside, non routine process turnover and incoming CEO comes from inside, or non routine process turnover and incoming CEO comes from outside). The research is done with and without confounding effect. The samples of research takes from 2004-2007, consist of 120 CEO turnover announcements with confounding effect and 74 CEO turnover without confounding effect. The result show that market react to CEO turnover with or without confounding effect on general turnover, routine turnover, non routine turnover, origin of incoming CEO comes from inside, origin of incoming CEO comes from outside, combinations routine process turnover and incoming CEO comes from inside, routine process turnover and incoming CEO comes from outside, and non routine process turnover and incoming CEO comes from inside. Market doesn't react for combination non routine process turnover and incoming CEO comes from inside with or without confounding effect.

Keywords: CEO turnover, abnormal volume, confounding effect, routine, non routine, inside, outside

BAB I

PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG MASALAH

Foster (1986) memaparkan tiga faktor yang dapat mempengaruhi kandungan informasi dari suatu pengumuman, yaitu (1) eksistensi dari pasar modal terhadap isi dan waktu pengumuman, (2) implikasi dari pengumuman pada distribusi *return* saham di masa yang akan datang, dan (3) kredibilitas dari sumber informasi. Apabila terdapat informasi yang diperoleh atau dipublikasikan dari media, maka pasar akan bereaksi sesuai dengan informasi yang diperoleh tersebut. Berdasarkan hal tersebut Foster (1986) mengelompokkan pengumuman-pengumuman yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas, diantaranya adalah pengumuman yang berhubungan dengan laba, pengumuman-pengumuman peramalan oleh pejabat perusahaan, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pendanaan, pengumuman yang berhubungan dengan manajemen-direksi. Pengumuman pergantian pemimpin perusahaan (CEO) adalah salah satu bentuk pengumuman yang mempengaruhi sekuritas perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut.

Manajemen puncak (*top management*) adalah sekelompok individu yang memiliki kekuasaan dan kewenangan dalam membuat kebijakan perusahaan dan memiliki kemampuan untuk menunjukkan preferensi personal yang tercermin dalam kinerja perusahaan (Weisbach, 1988). CEO (Direktur

Utama) merupakan bagian dari manajemen puncak yang memegang peranan penting terhadap penentuan strategis perusahaan. Pergantian *top management* merupakan peristiwa penting dalam siklus hidup perusahaan (Clayton, Hartzel dan Rosenboog, 2003)

Kinerja perusahaan yang memburuk meningkatkan kemungkinan terjadinya pergantian CEO (Neumann dan Voetman, 1999). Terjadinya pergantian ini diharapkan membuat kinerja perusahaan lebih baik dibawah kepemimpinan baru dengan kebijakan dan strategi baru yang ditetapkan CEO baru. Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) membagi alasan pergantian menjadi tiga, yaitu pertama, pergantian disebabkan oleh pengunduran diri (*resignation*); kedua, pergantian disebabkan oleh kematian (*death*) atau sakit (*weak*); dan yang terakhir, pergantian disebabkan oleh pensiun (*age-related retirement*). Pourciau (1993) juga membagi pergantian CEO yaitu rutin dan nonrutin. Pergantian CEO rutin dapat dilihat berdasarkan struktur perusahaan, dilakukan secara teratur dan merupakan proses pergantian yang direncanakan. Sedangkan pergantian nonrutin merupakan pergantian yang tidak teratur, tidak direncanakan dan dilakukan pada waktu-waktu tertentu. Kang dan Shivdasani (1996) melakukan pengelompokkan serupa dengan Pourciau (1993), yaitu rutin dan nonrutin. Pengklasifikasian pergantian CEO juga dilakukan berdasarkan lingkungan asal CEO, apakah CEO tersebut berasal dari dalam perusahaan atau dari luar perusahaan.

Reaksi pasar terhadap pergantian CEO berbeda-beda seperti penelitian yang dilakukan oleh Warner, Watts dan Wruck (1988) menemukan tidak ada reaksi terhadap pergantian CEO di NYSE dan AMEX, sedangkan Weisbach

(1988) mendapatkan hasil bahwa terdapat *abnormal return* positif disekitar hari pengumuman pergantian. Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) melakukan pengujian, hasil positif dari *abnormal return* juga didapat atas pengunduran diri CEO, untuk pergantian CEO yang disebabkan oleh kematian atau sakit tidak menimbulkan reaksi, sedangkan reaksi negatif ditunjukkan pada pergantian yang disebabkan pensiun.

Kang dan Shivdasani (1996) melakukan penelitian pergantian *top management* di Jepang dengan sampel 432 perusahaan periode 1985-1990. Penelitian menunjukkan hasil bahwa pada hari pengumuman terdapat *return* yang positif, *return* yang lebih besar terjadi untuk pergantian pemecatan (*forced turnover*) dibandingkan dengan pergantian tanpa pemecatan (*unforced turnover*). Pengaruh harga saham yang positif juga terjadi pada hari pengumuman pergantian dengan pengganti dari dalam.

Dedmen dan Lin (2000) menemukan reaksi pasar negatif terhadap pengumuman pergantian CEO di London Stock Exchange, khususnya ketika CEO diganti karena menerima pekerjaan lain (pindah kerja ke perusahaan lain). Mereka menemukan bahwa kebanyakan perusahaan tidak mengumumkan pergantian CEO, karena perusahaan memiliki catatan kinerja yang buruk.

Setiawan (2007) dengan sampel penelitian perusahaan di Indonesia mendapatkan hasil bahwa pasar bereaksi atas pergantian CEO yang terjadi, diukur dengan *abnormal return*. Sampel diuji kembali menggunakan SRV dan memperoleh hasil bahwa terdapat kandungan informasi pada hari

pengumuman dan hari di sekitar pengumuman, pada pergantian rutin dari dalam, serta pergantian nonrutin dari luar.

Clayton, Hartzel dan Rosenboog (2000) menunjukkan hasil bahwa pergantian CEO secara signifikan menyebabkan volatilitas perusahaan meningkat. Volatilitas menunjukkan peningkatan yang semakin besar ketika pergantian CEO tersebut secara paksa. Peningkatan dalam volatilitas *return* saham tahunan menunjukkan peningkatan di sekitar pergantian CEO sebesar 3% selama empat tahun.

Ada berbagai cara untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu pengumuman yang dipublikasikan, diantaranya adalah: *abnormal return*, *security return variance*, dan *Trading Volume Activity*. *Trading Volume Activity* (Aktivitas Volume Perdagangan) adalah pendekatan dengan menghitung aktivitas volume perdagangan di sekitar hari pengumuman. Beaver (1968) berpendapat apabila pengumuman tersebut mengandung informasi, maka aktivitas volume akan berbeda sebelum dan sesudah pengumuman. Volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah individu menilai sesuatu melalui informasi, atau apakah dengan informasi dapat menghasilkan suatu keputusan perdagangan. Hal ini berkaitan dengan salah satu motivasi investor dalam melakukan transaksi jual beli saham. Volume perdagangan yang kecil menunjukkan investor kurang tertarik dalam melakukan investasi di pasar sekunder dan sebaliknya (Widayanto dan Surjanto, 2005).

Setiawan dan Hananto (2008) melakukan pengujian dengan sampel 59 pengumuman pergantian CEO tanpa *confounding effect* dan 109 perusahaan

pengumuman pergantian CEO dengan *confounding effect* pada periode 1992-2003, menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA) dengan hasil secara umum tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO, kecuali saat sampel dikelompokkan secara umum, pergantian nonrutin, dan pergantian nonrutin dari luar dengan memperhatikan *confounding effect*.

Penelitian yang dilakukan Prasasti (2008), menguji secara empiris adanya reaksi pasar terhadap pengumuman CEO yang terjadi periode 1995-2003 di Indonesia, diukur dari beta, *bid ask spread*, dan *Trading Volume Activity*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman pergantian CEO tanpa *confounding effect* bila diukur dengan TVA terdapat reaksi pasar pada pergantian secara umum dan seluruh kelompok. Apabila dilihat dari beta, pengumuman tanpa *confounding effect* tidak mempunyai kandungan informasi pada pergantian secara umum dan seluruh kelompok, sedangkan pergantian CEO dengan memperhatikan *confounding effect* terdapat informasi pada pergantian secara umum, rutin, *inside*, dan rutin-*inside*. Hasil penelitian ini juga memperlihatkan bahwa pengumuman pergantian CEO tanpa *confounding effect* bila diukur dengan *bid ask spread* hanya mempunyai kandungan informasi pada pergantian secara rutin dan *inside*, sedangkan pengumuman yang memperhatikan *confounding effect* bila diukur dengan *bid ask spread* terdapat kandungan informasi pada pergantian secara rutin, *inside*, rutin *inside*, dan nonrutin-*inside*.

Penelitian ini secara empiris akan menguji reaksi pasar terhadap kandungan informasi pengumuman pergantian CEO dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect* menggunakan pengukuran dari aktivitas

volume perdagangan. Pemisahaan *confounding effect* ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Lako (2003). Ia menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan dengan dan tanpa memperhatikan *confounding effect*. Ia berkeyakinan bahwa *confounding effect* memiliki dampak yang signifikan terhadap variabilitas return tidak normal. Ia juga berpendapat bahwa 1) pengumuman laporan keuangan dengan dan tanpa *confounding effect* memiliki hubungan yang signifikan dengan kenaikan atau penurunan volume perdagangan dan variabilitas return saham, dan 2) pengumuman laporan keuangan dengan dan tanpa *confounding effect* dapat mempengaruhi investor untuk memperkirakan *expected return* dan resiko tingkat pengembalian dan untuk pertimbangan pengambilan keputusan investasi.

Pergantian CEO dalam penelitian ini diklasifikasikan menjadi dua, yaitu pergantian rutin dan non rutin. Pergantian rutin merupakan pergantian karena masa jabatan habis dan hal ini sudah direncanakan dengan baik. Sedangkan pergantian nonrutin karena masa jabatan belum habis dan alasan lainnya. Pergantian rutin juga dapat dilihat apabila CEO lama menjabat sebagai anggota atau Dewan Komisaris dan digolongkan sebagai pergantian nonrutin jika CEO yang lama tidak menjabat sebagai anggota Dewan Komisaris .

Penelitian ini juga mengklasifikasikan pergantian berdasarkan asal CEO yang baru, yaitu pengganti dari dalam (*inside*) atau pengganti dari luar (*outside*). Disebut pengganti dari dalam (*inside*) apabila CEO baru pernah bekerja pada perusahaan, atau telah menduduki jabatan di perusahaan sebagai

dewan direksi atau dewan komisaris atau direktur penuh waktu. Pengganti dari luar adalah CEO baru yang belum pernah bekerja pada perusahaan tersebut, atau bekerja kurang dari tiga tahun. Dalam melakukan pengujian, peneliti akan mengelompokkan kombinasi dari pergantian rutin dan nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dan pengganti dari luar (*outside*), sehingga didapat kelompok pergantian rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*), pergantian rutin dengan pengganti dari luar (*outside*), pengganti nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dan pergantian nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*).

Perbedaan penelitian ini dari penelitian sebelumnya adalah periode waktu antara tahun 2004-2007. Pada periode ini terjadi ketidakstabilan dalam nilai tukar rupiah dan volatilitasnya. Nilai tukar rupiah dapat dipengaruhi oleh modal portofolio asing di pasar keuangan. Nilai tukar rupiah yang stabil dan semakin menguat dapat menunjukkan semakin membaiknya pasar keuangan, termasuk pasar modal Indonesia. Ketidakstabilan nilai tukar rupiah adalah salah satu indikasi bahwa terjadi ketidakstabilan dalam modal portofolio asing di pasar keuangan kita. Hal ini mempengaruhi aktivitas portofolio pasar modal kita dan mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan. Apabila terjadi pembalikan arus investasi portofolio asing (*capital reseval*) di pasar keuangan domestik atau dengan kata lain terjadi penarikan modal asing dalam pasar modal kita, maka dapat menimbulkan tekanan terhadap rupiah yang mengakibatkan melemahnya nilai rupiah. Bagaimana emiten mengatasi hal semacam ini (ketidakstabilan nilai rupiah) adalah dengan meningkatkan kinerja dan berusaha menambahkan kepercayaan kepada investor melalui

corporate actions yang menguntungkan bagi para investor. Pergantian CEO dalam masa periode ini membutuhkan pertimbangan yang matang karena sangat mempengaruhi kepercayaan investor asing terhadap investasinya di Indonesia yang merupakan *emerging market*.

Penelitian ini menggunakan metode *Abnormal Volume* yang diadaptasi dari *Abnormal Return* untuk mengukur seberapa besar pengaruh pengumuman pergantian CEO terhadap aktivitas perdagangan saham (Kavussanos dan Tsounia, 2006). Peneliti mencoba untuk menggunakan metode pengujian baru untuk dapat memperoleh hasil yang lebih komprehensif dari metode lain. Tindakan nyata apabila investor beranggapan suatu informasi itu bernilai adalah dilihat dari aktivitas jual beli saham sekuritas. Peneliti ingin mengetahui reaksi pasar melalui tindakan para investor dalam merespon informasi *public* yang dapat dilihat dari aktivitas volume perdagangannya. Judul yang diambil penulis untuk penelitian ini adalah **“REAKSI PASAR TERHADAP PERGANTIAN CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) DIUKUR DENGAN *ABNORMAL VOLUME*”**

B. PERUMUSAN MASALAH

Penelitian ini menguji apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman CEO tanpa dan dengan mempertimbangkan *confounding effect* yang muncul dari *corporate action* serta diumumkan pada saat yang

bersamaan dengan pengumuman tersebut. Berdasar hal tersebut di atas, peneliti mengajukan perumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman pergantian CEO diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?

Penelitian ini juga membedakan setiap pergantian menurut prosesnya menjadi dua, yaitu pergantian rutin dan pergantian nonrutin. Warner, Watts, dan Wruck (1988) mengindikasikan perubahan atau pergantian CEO. Tiga alasan terbesar penyebab pergantian adalah pengunduran diri, mengambil posisi lain dalam perusahaan (ganti jabatan), dan sakit atau meninggal dunia, sedangkan sisa penyebab yang lain adalah kinerja buruk, mempunyai ketertarikan lain, mengambil posisi di luar perusahaan, alasan kebijakan, dan dipecat.

2. Apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman pergantian CEO secara rutin dan non rutin diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?

Disamping itu, pergantian CEO juga dibedakan menurut asal dari CEO pengganti, apakah CEO pengganti berasal dari dalam perusahaan atau dari luar perusahaan. Menurut Dherment-Ferere dan Renneboog (2000), pertimbangan memilih CEO yang berasal dari internal (*inside*) adalah CEO yang baru diharapkan lebih mengetahui seluk beluk dari perusahaan akan teknologi, produk, kondisi pasar dan kompetisi dengan perusahaan pesaing, serta telah memiliki hubungan yang baik dengan relasi perusahaan. Sedangkan pemilihan

outside, CEO yang baru diharapkan membawa perubahan dan kreativitas baru terhadap perusahaan.

3. Apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam dan dengan pengganti dari luar perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?

Untuk selanjutnya, sampel dikelompokkan berdasarkan kombinasi kedua hal tersebut, yaitu pergantian rutin dengan pengganti dari dalam, pergantian rutin dengan pengganti dari luar, pergantian nonrutin dengan pengganti dari dalam, dan pergantian nonrutin dengan pengganti dari luar. Kang dan Shivdasani (1996) mengkombinasikan pergantian berdasarkan normal dan dipaksakan, dan asal CEO baru, berdasarkan *inside* dan *outside*. Hasil yang didapat adalah pasar menunjukkan *abnormal return* yang positif terhadap pergantian yang dipaksakan dan asal CEO baru dari luar perusahaan.

4. Apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?
5. Apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari luar perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?

6. Apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dengan pengganti dari dalam perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?
7. Apakah terdapat kandungan informasi dalam pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dengan pengganti dari luar perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?

C. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji secara empiris kandungan informasi pengumuman pergantian CEO diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*.
2. Untuk menguji secara empiris kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara rutin dan non rutin diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?
3. Untuk menguji secara empiris kandungan informasi pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam dan dengan pengganti dari luar perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?

4. Untuk menguji secara empiris kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?
5. Untuk menguji secara empiris kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari luar perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?
6. Untuk menguji secara empiris kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dengan pengganti dari dalam perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?
7. Untuk menguji secara empiris kandungan informasi pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dengan pengganti dari luar perusahaan diukur dengan *Abnormal Volume*, dengan dan tanpa mempertimbangkan *confounding effect*?

D. MANFAAT PENELITIAN

Adapun hasil yang didapatkan dari penelitian ini, diharapkan mampu memberikan manfaat bagi:

1. Investor

Memberikan wawasan bagi para investor mengenai pergantian CEO dan informasi yang terkandung di dalamnya dalam pengambilan keputusan investasi.

2. Perusahaan

Dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam melakukan pergantian CEO dimasa-masa tertentu sehingga dapat menghindari reaksi pasar yang negatif atau yang tidak menguntungkan.

3. Akademisi

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan dukungan teori yang berkaitan dengan informasi yang dibawa oleh peristiwa 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 tinjauan teoritis, literatur-literatur yang mendukung topik penelitian, dan pengembangan hipotesis.

BAB III : Metode Penelitian

Bab ini berisi tentang metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini. Bab ini berisi desain penelitian, populasi dan teknik sampling, sampel, data, dan pengukuran variabel penelitian.

BAB IV : Analisis Data dan Pembahasan

Bab ini berisi pemaparan hasil pengolahan data dan analisis hasil pengujian hipotesis.

BAB V : Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan dari hasil pengujian, saran dan keterbatasan yang ada dalam penelitian ini. Usulan-usulan peneliti diajukan untuk menyempurnakan hasil dari keterbatasan penelitian.

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. LANDASAN TEORI

1. Efisiensi Pasar Modal

Efisiensi pasar modal mencerminkan reaksi terhadap informasi untuk membentuk harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Pasar modal yang efisien merupakan pasar modal yang dapat memberikan informasi yang akurat pada setiap surat berharga. Bentuk efisiensi pasar terbagi menjadi tiga yaitu, efisiensi pasar bentuk lemah, efisiensi pasar bentuk setengah kuat, dan efisiensi pasar bentuk kuat (Husnan, 1993).

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang terpublikasikan juga dapat mempengaruhi harga sekuritas beberapa perusahaan, bahkan ada yang dapat mempengaruhi harga sekuritas seluruh perusahaan yang terdaftar di pasar saham (Hartono, 2000).

2. Kandungan informasi

Pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan reaksi yang tercermin dalam harga dan volume perdagangan. Beaver (1968) mendefinisikan informasi sebagai perubahan ekspektasi yang timbul dari suatu peristiwa. Suatu pengumuman dikatakan mempunyai kandungan informasi bila menyebabkan perubahan penilaian investor tentang probabilitas distribusi *return* masa depan dari suatu sekuritas. Adanya kandungan informasi ini tercermin dari perubahan harga ekuilibrium harga pasar suatu sekuritas. Ia juga menyebutkan bahwa perubahan itu tidak hanya dalam ekspektasi tetapi juga perubahan dalam perilaku pengambilan keputusan. Ini sesuai dengan definisi, bahwa suatu pengumuman dapat dikatakan memiliki kandungan informasi apabila menyebabkan perubahan perilaku investor dalam pembelian dan penjualan saham di bursa efek. Perubahan perilaku ini dimaksudkan untuk memperoleh posisi portofolio yang optimal yang dimiliki para investor. Perubahan perilaku bisa dilakukan dengan pembelian atau penjualan saham di atas normal atau penurunan volume pembelian dan atau penjualan di bawah normal. Tindakan para investor ini tercermin dalam perubahan volume perdagangan pada saat pengumuman dibandingkan dengan periode lain di luar pengumuman. Jika suatu pengumuman mengandung informasi, maka jumlah saham yang diperdagangkan berubah dibandingkan pada waktu lain dalam suatu tahun.

3. CEO

Perumusan strategi dan tujuan perusahaan biasanya dianggap bidang eksklusif para manajemen puncak. Tetapi sebetulnya, banyak orang lain yang terlibat dalam proses manajemen strategis antara lain: Dewan Komisaris yang menilai hasil strategis, manajemen puncak yang merupakan perencana strategi utama, staf perencana perusahaan yang membantu manajer puncak dalam perencana perusahaan dan pelaksanaan strategi, dan konsultan yang dapat dibayar untuk membantu para perencana perusahaan atau melakukan pekerjaan perencanaan perusahaan apabila tidak ada staf perencana.

CEO (Direktur Utama) merupakan bagian dari manajemen puncak yang memegang peranan penting terhadap penentuan strategis perusahaan. Mereka mempunyai wewenang dan tanggungjawab penuh atas kepengurusan perusahaan untuk kepentingan perusahaan. Kekuasaan dan kewenangan mereka diawasi oleh Dewan Komisaris. Dewan Komisaris bertugas untuk melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan Anggaran Dasar, serta memberi nasihat kepada direksi.

Namun, kekuasaan tertinggi tetap berada di tangan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Segala sesuatu yang berhubungan dengan perubahan Anggaran Dasar Perusahaan, termasuk perubahan dalam kepengurusan perusahaan harus diputuskan melalui RUPS. RUPS mempunyai wewenang yang tidak diberikan kepada Direksi maupun Dewan Komisaris (UU RI No. 40 Th. 2007 tentang Perseroan Terbatas).

CEO adalah wiraswatawan (menetapkan tujuan), perencana strategis (merencanakan), pembentuk organisasi (mengorganisir),

pemimpin (memberikan arahan), dan pengendali utama (kontrol). CEO harus secara simultan menangani berbagai kegiatan yang berbeda-beda dalam rencana pekerjaan dan hanya sedikit waktu yang memungkinkannya untuk melakukan pertimbangan.

Mintzberg dalam Glueck dan Jauch (1989) membuat daftar tentang peranan CEO yang merupakan bentuk kegiatan yang berbeda-beda yang dapat dilakukan oleh seorang CEO. Daftar Mintzberg yaitu: (1) ***Peranan Interpersonal***, sebagai tokoh simbolis organisasi, seorang Dirut (CEO) melaksanakan sejumlah tugas seremoni rutin yang bersifat resmi dan sosial. Hal ini seringkali penting untuk memperkenalkan perusahaan kepada orang luar. Sebagai seorang pemimpin (*leader*) CEO mempunyai tanggung jawab untuk menetapkan staf organisasi serta melatih dan memotivasi bawahannya. Dalam peranannya sebagai penghubung (*liaison*) manajer menjaga jaringan hubungan keluar untuk mendapatkan peluang dan informasi, (2) ***Peranan Informational***, dalam memainkan perannya sebagai pemantau (*monitor*), manajer membaca laporan, melakukan perjalanan atau mengikuti pertemuan untuk mencari informasi mengenai organisasi dan lingkungannya. Sebagai ‘penyebar informasi’, CEO meneruskan banyak informasi yang diterima kepada orang luar dan dalam. Informasi tentang organisasi juga diteruskan kepada orang lain melalui surat-menyurat, telepon atau pertemuan dewan karena manajer bertindak sebagai juru bicara dari organisasinya; (3) ***Peranan Pengambil Keputusan***, sebagai wiraswasta, CEO melakukan tugas strategis untuk memulai proyek untuk mengambil keuntungan dari peluang yang ada. Ia

mengadakan pertemuan strategis dan peninjauan untuk melaksanakan hal ini dan untuk membereskan masalah serta menyelesaikan krisis apabila tugasnya beralih ‘menangani gangguan’. Sebagai ‘penjajah’ sumber dana manajer mengerahkan anggaran dan menyetujui permintaan penjataan sumber manusia, keuangan dan material. Akhirnya, manajer puncak bertanggung jawab untuk mewakili perusahaan sebagai *negotiator* untuk kontrak dengan penyalur besar dan pelanggan besar.

Berdasarkan fungsi dan peranan CEO dalam menjalankan perusahaan di atas, kinerja perusahaan sangatlah juga ditentukan oleh kinerja CEO. Menurut Denis dan Denis (1995), seringkali pergantian CEO dihubungkan dengan tingkat kinerja perusahaan yang rendah, sehingga keputusan oleh perusahaan untuk melakukan pergantian susunan manajemen perusahaan dapat dilakukan untuk memperbaiki kinerja perusahaan.

4. Pergantian CEO

Pergantian dalam kepemimpinan eksekutif suatu perusahaan adalah peristiwa yang berpengaruh dalam kelangsungan hidup perusahaan tersebut. Kemampuan, pilihan, dan keputusan penting CEO berdampak pada pilihan proyek, kebijakan finansial, dan kultur perusahaan. Hasil keputusan yang berbeda dari tiap individu, dalam pergantian CEO dapat mengubah jalan perusahaan dan kinerja perusahaan (Clayton, Hartzell dan Rosenberg, 2003).

1) Proses Pergantian

Pergantian rutin adalah pergantian yang dilakukan berdasarkan struktur perusahaan, dilakukan secara teratur, dan merupakan proses pergantian yang sudah direncanakan (Vancil dalam Pourciau, 1993). Pergantian rutin terjadi karena CEO lama habis masa jabatan. Setelah pergantian, CEO lama biasanya tetap menduduki jabatan Dewan Komisaris dan tetap memantau jalannya perusahaan. Pergantian nonrutin adalah pergantian yang dilakukan tanpa perencanaan dan tidak teratur. Pergantian secara nonrutin dapat dilihat dari susunan Dewan Komisaris yang baru. Apabila CEO lama tidak tercantum dalam susunan Dewan Komisaris yang baru maka dapat dikategorikan pergantian nonrutin (Kang dan Shivdasani, 1996).

Clayton, Hartzell dan Rosenberg (2003) dalam penelitiannya mengklasifikasikan pergantian secara sukarela (pengunduran diri) atau pergantian yang dipaksakan. Pergantian yang dipaksakan dapat disebabkan karena CEO dipecat, usia diatas 60 tahun, alasan kesehatan yang sudah tidak memungkinkan, atau keluar/ pindah ke perusahaan lain (Clayton, Hartzell dan Rosenberg, 2003). Menurut Neumann dan Voetman (1999), indikasi pergantian dipaksakan diklasifikasikan menjadi tiga yaitu CEO lama pergi dan tidak memegang jabatan apa-apa lagi, pergantian dilakukan dengan perjanjian yang menguntungkan

antara CEO lama dan dewan direksi, atau dilakukannya perubahan organisasi (merger misalnya).

Warner, Watts, dan Wruck (1988) mengindikasikan perubahan atau pergantian *top management* dengan tiga alasan terbesar yaitu pengunduran diri, mengambil posisi lain dalam perusahaan (ganti jabatan), dan sakit atau meninggal dunia, sedangkan sisa penyebab yang lain adalah kinerja buruk, mempunyai ketertarikan lain/ mengambil posisi di luar perusahaan, alasan kebijakan, dan dipecat. Dahya dan McConnell (2002) mengklasifikasikan pergantian yang dipaksa ke dalam tiga bagian yaitu dipecat, berhenti dan kinerja CEO lama yang buruk. Penelitian ini menggunakan klasifikasi proses pergantian rutin dan nonrutin seperti yang disebutkan di atas.

2) Pengganti CEO

Penelitian ini mengklasifikasikan pengganti CEO baru berasal dari dalam (*inside*) atau luar (*outside*) perusahaan. *Inside* apabila CEO baru berasal dari dalam perusahaan, atau telah bekerja lebih dari tiga tahun, CEO baru pernah memegang jabatan di perusahaan tersebut sebelumnya, atau masih mempunyai hubungan keluarga atau keturunan. Sedangkan disebut *outside* apabila seseorang yang saat menjadi CEO kurang dari tiga tahun bekerja di perusahaan tersebut, belum pernah memegang jabatan tertentu dan tidak mempunyai hubungan keluarga atau keturunan. Biasanya

CEO *outside* dipilih karena kemampuannya dalam memimpin dan mengelola perusahaan (Weisbach, 1988 dan Kang dan Shivdasani, 1996).

Menurut Dherment-Ferere dan Renneboog (2000), pertimbangan memilih CEO yang berasal dari internal (*inside*) adalah CEO yang baru diharapkan lebih mengetahui seluk beluk dari perusahaan akan teknologi, produk, kondisi pasar dan kompetisi dengan perusahaan pesaing, serta telah memiliki hubungan yang baik dengan relasi perusahaan. Sedangkan pemilihan *outside*, CEO yang baru diharapkan membawa perubahan dan kreativitas baru terhadap perusahaan.

Dahya dan McConnell (2002) dalam penelitiannya melakukan klasifikasi terhadap asal Dewan Direksi, karena Dewan Direksi mempunyai pengaruh terhadap peristiwa pergantian CEO. Dewan Direksi dapat diklasifikasikan menjadi *inside* dan *outside*. *Inside* untuk direksi yang bekerja penuh waktu di perusahaan tersebut. *Outside* apabila direksi tidak bekerja penuh waktu pada perusahaan atau memiliki kepentingan/ kesepakatan dengan perusahaan (Weisbach, 1988). Hampir serupa dengan Weisbach (1988), Wu (2002) juga mengklasifikasikan hal yang sama, perbedaannya pada *outside* yang bersifat independen. *Independent outside director* adalah seseorang yang bukan penasihat, pengacara, bankir investor bank, konsultan perusahaan, tidak punya hubungan bisnis dengan perusahaan, bukan anggota

eksekutif manajer selama lima tahun, tidak bekerja pada organisasi bebas pajak yang mendapat kontribusi dari perusahaan, mempunyai hubungan keluarga, atau bekerja sebagai direktur penghubung (*interlocking*).

5. Trading Volume Activity

Trading Volume Activity (Aktivitas Volume Perdagangan) adalah pendekatan dengan menghitung aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman pergantian CEO berlangsung. Beaver (1968) berpendapat apabila pengumuman tersebut mengandung informasi, maka aktivitas volume akan berbeda sebelum dan sesudah pengumuman. Volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah individu menilai sesuatu melalui informasi, atau apakah dengan informasi dapat menghasilkan suatu keputusan perdagangan. Hal ini berkaitan dengan salah satu motivasi investor dalam melakukan transaksi jual beli saham.

Perbedaan sudut pandang antara peneliti satu dengan yang lain melahirkan rumus yang berbeda-beda, tetapi tetap dengan tujuan menggambarkan perubahan volume perdagangan di bursa efek. Salah satu rumus yang sudah dikenal dan digunakan banyak peneliti adalah Rumus dari Foster (1986) yaitu:

$$TVAt = \frac{\text{Jumlah saham } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jumlah saham } i \text{ yang beredar pada waktu periode ke } t}$$

Bamber dan Cheon (1995) menggunakan rumus yang berbeda dalam mengukur volume perdagangan, yaitu:

$$\text{TVA}_{it} = \frac{\% \text{ saham yang diperdagangkan perusahaan } i}{\% \text{ saham yang diperdagangkan di BEI}}$$

Penelitian ini mencoba menggunakan metode yang diadaptasi dari metode *abnormal return*, menjadi *Abnormal Volume* (Kavussanos dan Tsounia, 2006) . Rumus metode ini adalah:

$$\text{AVoli,t} = \text{Voli,t} - \text{E}[\text{Voli,t}]$$

Dimana,

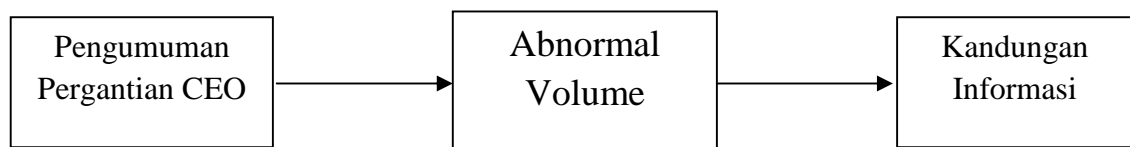
AVoli,t = Volume tidak normal (*abnormal volume*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

Voli,t = Volume sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$\text{E}[\text{Voli,t}]$ = Volume ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

B. KERANGKA TEORITIS

Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO diukur dari *Abnormal Volume*. Reaksi pasar menunjukkan kandungan informasi terhadap kejadian pengumuman pergantian tersebut. Adapun skema kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:



Gambar II.1. Kerangka Teoritis Penelitian

C. TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Warner, Watts dan Wruck (1988) mempelajari hubungan antara *return* saham perusahaan dengan pergantian *top management*. Konsisten dengan manajemen pengawasan intenal, mereka berpendapat bahwa terdapat hubungan terbalik antara kemungkinan pergantian manajemen dengan kinerja saham. Penelitian ini memaparkan bukti baru bahwa dengan menyingkirkan manajemen yang tidak efisien dapat membuat *stakeholder* lebih tertarik untuk bereaksi. Penelitian dilakukan dengan sampel 269 perusahaan yang listing di NYSE dan AMEX pada periode 1963-1978. Penelitian ini menunjukkan tidak ada reaksi pada saat pengumuman tersebut.

Weisbach (1988) menguji hubungan antara pengawasan kinerja CEO oleh *inside* dan *outside directors* dengan pergantian CEO. Pergantian CEO diukur menggunakan *return* saham dan perubahan *earnings* kinerja utama. Penelitian ini mengambil sampel 495 perusahaan yang terdapat di NYSE periode 1977-1980. *Return* saham yang tidak terduga ketika pergantian CEO diumumkan tidak konsisten dengan pandangan bahwa direksi meningkatkan nilai perusahaan dengan mengadakan pemecatan terhadap manajemennya. Hasil penelitian ini tidak menunjukkan reaksi yang signifikan.

Kang dan Shivdasani (1996) melakukan penelitian serupa di Jepang, dengan sampel 432 perusahaan pada periode 1985-1990. Penelitian ini menemukan *abnormal return* positif terhadap pergantian CEO. Mereka juga

menemukan bahwa mekanisme pendisiplinan di Jepang selama proses pergantian CEO, memberikan efek yang baik terhadap maksimalisasi kekayaan atau keuntungan pemegang saham terutama pergantian CEO dengan *top manager* yang berasal dari luar perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Neumann dan Voetman (1999) di *Copenhagen Stock Exchange* menggunakan 81 sampel. Mereka menemukan kinerja yang buruk meningkatkan kemungkinan pergantian *management*. Mereka tidak memasukkan faktor lembaga investor terhadap pergantian CEO, karena lembaga investor cenderung melindungi CEO dari pergantian, sehingga apabila lembaga investor memiliki andil dalam pergantian CEO maka data yang dihasilkan menjadi tidak relevan.

Selama tahun 90an, ekonomi global menderita kejangkitan “mania direktur dari luar perusahaan (*outside*)”. Hal ini terjadi karena anggapan bahwa dewan direksi dengan dominasi *outside directors* lebih dapat memberikan keputusan yang signifikan terhadap kemajuan perusahaan daripada dewan direksi yang didominasi dari *inside directors*. Penelitian yang dilakukan oleh Dahya dan McConnell (2002) dilakukan di UK sebagai tempat pengambilan sampel untuk pengujian mengenai dewan direksi *outside* dan *inside* ini. Penelitian ini dilakukan pada periode 1989-1992 dengan 914 perusahaan dan 700 pergantian. Penelitian ini menguji dua peristiwa, mereka menguji *return* saham di sekitar pengangkatan *outside directors* dan pengangkatan CEO. Penelitian ini menunjukkan hasil yang signifikan terhadap CEO dengan pergantian yang dipaksakan dengan CEO yang berasal dari luar (*outside*).

Penelitian di UK juga dilakukan oleh Dedman dan Lin (2000) dengan periode yang berbeda dari Dahya dan McConnell (2002) yaitu tahun 1990-1995. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa pergantian CEO dianggap sebagai *bad news* yang tercermin dari *abnormal return* yang negatif. Kebanyakan perusahaan tidak mengumumkan pergantian CEO di *London Stock Exchange* karena perusahaan memiliki kinerja yang buruk dan mempunyai kemungkinan untuk mengalami kegagalan di masa yang akan datang. Biasanya perusahaan melakukan pengumuman pergantian CEO bersamaan dengan pengumuman *corporate actions* yang lain untuk mengantisipasi reaksi pasar.

Penelitian di Perancis dilakukan oleh Dherment-Ferere dan Renneboog (2000) dengan sampel 207 perusahaan yang listing periode 1988-1992 dengan 277 pergantian CEO yang terjadi. Penelitian ini menguji reaksi harga saham atas perubahan dalam *top management*. Perbedaan hasil terjadi berdasarkan tipe pergantian CEO, yaitu pergantian yang disebabkan pemecatan, pengunduran diri, secara sukarela dan berdasarkan pertimbangan usia. Pengumuman pergantian CEO menunjukkan *abnormal return* sebesar 0,5% terhadap pergantian CEO yang disebabkan oleh pemecatan. Klasifikasi lebih detail dalam pergantian *top management* berdasarkan asal, ukuran perusahaan dan tingkat diversifikasi perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Wu (2002) dengan 500 perusahaan yang diambil dari *Forbes* pada tahun 1987, periode penelitian 1988-1995, menunjukkan efek opini publik. Penelitian ini meneliti tentang mekanisme legal dan aktivitas pemegang saham dalam *coporate governance*. CalPERS

adalah suatu *polling* yang mempengaruhi opini publik, perusahaan yang dimasukkan dalam CalPERS dinyatakan memiliki *corporate governance* yang lemah. Hal yang dilakukan CalPERS berbahaya untuk reputasi manajemen dan direksi pada perusahaan tersebut dan perusahaan biasanya merespon dengan meningkatkan *corporate governance* mereka. Hipotesis ini didukung oleh tiga penemuan, 1) perusahaan melakukan penurunan jumlah *inside directors* mereka setelah masuk dalam CalPERS; 2) *Inside directors* kehilangan masa depannya sebagai direksi; dan 3) pemecatan CEO meningkat. Hubungan antara kinerja dan pemecatan CEO menjadi lebih kuat setelah perusahaan masuk CalPERS.

Denis dan Denis (1995) melakukan penelitian dengan sampel 1689 perusahaan yang terdapat dalam *Value Line Investment Survey* pada akhir tahun 1984. Identifikasi pergantian *top management* diikuti dengan identifikasi komposisi dari *top management* tersebut, dan identifikasi pergantian CEO. Pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dilakukan pada dua hari pengamatan. Mereka terlebih dahulu melakukan pembersihan sampel terhadap pengumuman *corporate actions* lain yang terjadi bersamaan dengan pengumuman pergantian CEO. Mereka membuktikan bahwa pergantian *top management* didahului oleh penurunan kinerja yang signifikan dan diikuti oleh kemajuan kinerja operasi yang signifikan pula. Perusahaan mengalami penurunan dalam operasi mengikuti perubahan manajemen, penurunan yang signifikan ditunjukkan dalam pekerja, modal pengeluaran dan total asset.

Clayton, Hartzell dan Rosenberg (2003) melakukan penelitian menggunakan sampel 872 pergantian CEO periode 1979-1995 dari *Wall Street Journal*. Penelitian ini meneliti konsekuensi signifikan yang potensial akibat pergantian CEO, pergantian diukur dalam volatilitas *return* ekuitas. Volatilitas akibat pergantian penting karena perubahan dalam volatilitas harga saham dapat menjabarkan dampak terhadap perusahaan, manajemen dan pemegang sahamnya. Dampak dari spekulasi volatilitas menjadi faktor untuk dewan dalam rencana strategis suksesi CEO. Volatilitas harga saham meningkat saat terjadi pergantian CEO secara sukarela dan penggantinya dari dalam perusahaan, tetapi volatilitas akibat pemecatan lebih tinggi daripada pergantian akibat sukarela. Pergantian sukarela dengan suksesi dari luar, lebih tinggi volatilitasnya daripada suksesi dari dalam perusahaan, ini dikarenakan anggapan bahwa *outsider* mempunyai *skill* dalam manajemen operasi perusahaan.

Lako (2003) dalam penelitiannya, menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan dengan dan tanpa *confounding effect*. Penelitiannya ini mengambil sampel dari perusahaan LQ45 yang menerbitkan laporan keuangan tahunan 1998, 1999 dan 2000, selama periode Februari sampai dengan Juli tahun 1999, 2000 dan 2001. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa 1) pasar bereaksi terhadap pengumuman laporan keuangan tahun 1998, 1999 dan 2000, 2) pasar bereaksi positif terhadap pengumuman laporan keuangan dengan dan tanpa *confounding effect* untuk tahun 1998 dan 1999 pada tanggal pengumuman, dan 3) terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan antara pengumuman laporan keuangan dengan

dan tanpa *confounding effect* pada pengumuman laporan keuangan tahun 1998, tetapi tidak pada pengumuman laporan keuangan tahun 1999 dan 2000.

Setiawan dan Hananto (2008) melakukan penelitian di Indonesia dengan sampel 59 perusahaan periode 1992-2003 menggunakan *Trading Volume Activity*. Penelitian ini menunjukkan hasil tidak terdapat reaksi pasar terhadap pergantian CEO tanpa memperhatikan *confounding effect*. Terdapat reaksi apabila sampel dikelompokkan secara umum, pergantian nonrutin dan pergantian nonrutin dengan pengganti dari luar dengan memperhatikan *confounding effect*, perbedaan yang signifikan dalam periode 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah pergantian CEO.

Reaksi pasar dapat dipengaruhi faktor-faktor lain, misalnya pengumuman-pengumuman yang berkaitan dengan *corporate action*, pengaruh-pengaruh ini disebut *confounding effects*. *Confounding effects* dapat membiaskan hasil penelitian apakah reaksi pasar terjadi akibat pengumuman pergantian CEO atau terhadap pengumuman *corporate actions* lain. Penelitian ini dilakukan dengan memasukkan dan memisahkan faktor *confounding effects* tersebut untuk memperoleh hasil perbandingan yang sebenarnya.

Atas dasar penelitian-penelitian terdahulu, penelitian ini mengambil hipotesis sebagai berikut:

H_{01a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{01b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

Berdasarkan proses terjadinya pergantian CEO, Warner, Watts dan Wruck (1988) mengidentifikasi penyebab terjadinya pergantian CEO, penyebab terbesar dikarenakan pengunduran diri, mengambil posisi di lain dalam perusahaan (pindah jabatan) dan dikarenakan sakit atau meninggal dunia. Sisanya disebabkan oleh kinerja buruk, tertarik pada hal lain, mengambil posisi di luar perusahaan (pindah kerja), alasan kebijakan perusahaan dan dipecat. Hasil penelitian menunjukkan *abnormal return* negatif atas pergantian CEO yang dipaksakan, bukan karena sukarela atau alasan lainnya. Berbeda hasil dengan penelitian Kang dan Shivdasani (1996) yang dilakukan di Jepang, menunjukkan *abnormal return* positif terhadap pergantian CEO, *return* lebih besar ketika pergantian disebabkan pergantian dipaksakan daripada pergantian dengan rangkaian normal.

Neumann dan Voetmann (1999) mengidentifikasi penyebab pergantian secara sukarela atau dipaksakan. Dapat disebut sebagai pergantian yang dipaksakan apabila CEO pergi dari perusahaan tanpa memegang jabatan apapun lagi, pergantian dilakukan akibat perjanjian yang menguntungkan yang dilakukan antara CEO dan dewan direksi, dan akibat dari perubahan organisasi (merger atau akuisisi). Hasil menunjukkan reaksi pasar yang positif terjadi apabila pergantian dikarenakan pemberhentian atau pemecatan daripada pergantian secara sukarela. Pergantian CEO akibat pemberhentian

adalah kejadian yang dapat menaikkan nilai perusahaan sedangkan pergantian secara sukarela atau pengunduran diri dapat menurunkan nilai perusahaan. Dahya dan McConnell (2002) juga melakukan pengklasifikasian terhadap pergantian yang dipaksakan. Mereka mengklasifikasikan pergantian yang dipaksakan disebabkan oleh 3 hal yaitu: dipecat, berhenti dan kinerja buruk.

Denis dan Denis (1995) berpendapat bahwa pergantian yang dipaksakan pada *top management* biasanya lebih disebabkan oleh faktor eksternal daripada pengawasan normal dewan direksi. Mengikuti perubahan manajemen, perusahaan mengurangi operasi mereka dan meningkatkan aktivitas kontrol perusahaan. Hasil penelitian terhadap 909 pergantian, 13% menunjukkan dari perubahan manajemen dipaksakan, 2/3 dari yang dipaksakan tersebut disebabkan karena tekanan pemegang saham, *financial distress*, dan masalah hukum. Pergantian terhadap *top management* dilakukan karena manajemen dianggap bertanggung jawab atas menurunnya kinerja operasi perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Utami (2005) atas pergantian CEO dan kinerja perusahaan di Indonesia selama masa krisis, membagi 27 sampel perusahaan ke dalam pergantian rutin dan nonrutin. Pada pergantian CEO dengan proses rutin, baik ROA maupun ROE tidak terdapat perubahan kinerja yang signifikan antara sebelum dan sesudah pergantian. Pada proses pergantian nonrutin justru mengalami peningkatan kinerja, peningkatan ROE yang signifikan pada level 10%. Berbeda dengan reaksi keuangan, kinerja pasar yang tercermin dalam *abnormal return* justru menunjukkan adanya

reaksi pasar negatif yang signifikan pada level 1% terjadi pada pergantian dengan proses rutin maupun nonrutin.

Atas dasar penelitian-penelitian terdahulu, penelitian ini mengklasifikasikan pergantian menjadi dua, yaitu pergantian rutin dan nonrutin serta mengambil hipotesis sebagai berikut:

H_{02a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{02b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{03a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{03b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

Weisbach (1988) mengklasifikasikan dewan direksi berdasarkan asal mereka, yaitu direktur yang berasal dari dalam perusahaan (*inside*), berasal dari luar perusahaan (*outside*) dan grey (tidak masuk *outside* ataupun *inside*). Disebut *inside* apabila direktur bekerja penuh waktu di perusahaan, *outside* apabila tidak bekerja di perusahaan atau memiliki hubungan keluarga, dan

grey apabila bukan pekerja atau mempunyai kesepakatan penting dengan perusahaan atau memiliki hubungan keluarga. Dewan direksi yang berasal dari *inside* atau *outside* menentukan terjadinya pergantian CEO. Dewan direksi dengan dominasi *inside* biasanya melakukan pergantian CEO yang sukarela (pengunduran diri), sedangkan *outside* biasanya secara pemecatan maupun secara sukarela. Hasil penelitian menunjukkan kinerja lebih tinggi korelasinya dengan pergantian CEO pada perusahaan yang dewan direksinya didominasi dari *outside* daripada perusahaan dengan dewan direksi dominasi *inside*, *outside directors* meningkatkan nilai perusahaan.

Pengidentifikasian pengganti CEO dilakukan oleh Kang dan Shivdasani (1996), dengan membagi berdasarkan asal pengganti CEO yaitu *inside* dan *outside*. *Inside* CEO adalah seseorang yang sudah lama bekerja di perusahaan tersebut, sedangkan *outside* CEO adalah seseorang yang datang dan bergabung dengan dewan direksi dan bekerja kurang dari 3 tahun, kemudian menjadi CEO. Dahya dan McConnell (2002) dalam penelitian berdasarkan asal direktur dan asal pengganti CEO, menunjukkan bahwa terjadi reaksi baik terhadap pengangkatan *inside* atau *outside* CEO, menunjukkan hasil yang signifikan apabila CEO baru berasal dari perusahaan dengan dominasi *outside directors*. Pengangkatan *outside* CEO dari fraksi *outside directors* lebih signifikan daripada pengangkatan *inside* CEO.

Dherment-Ferere dan Renneboog (2000) berpendapat pertimbangan memilih CEO yang berasal dari internal (*inside*) adalah CEO yang baru diharapkan lebih mengetahui seluk beluk dari perusahaan akan teknologi, produk, kondisi pasar dan kompetisi terhadap perusahaan pesaing, serta telah

memiliki hubungan yang baik dengan relasi perusahaan. Sedangkan pemilihan *outside*, CEO yang baru diharapkan membawa perubahan dan kreativitas baru terhadap perusahaan.

Atas dasar penelitian di atas, penelitian ini mengklasifikasikan asal pengganti CEO (CEO baru) menjadi dua, yaitu pengganti dari dalam (*inside*) dan pengganti dari luar (*outside*), dengan mengambil hipotesis sebagai berikut:

H_{04a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{04b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{05a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{05b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

Hasil penelitian Clayton, Hartzell dan Rosenberg (2003) menunjukkan kombinasi antara pergantian yang dipaksakan dan pergantian sukarela, dengan asal CEO baru dari dalam perusahaan (*inside*) dan luar perusahaan

(*outside*). Hasil penelitian tersebut: 1) pergantian secara sukarela dengan *inside* CEO menunjukkan peningkatan volatilitas harga saham 2-10% pada tahun pertama setelah pergantian dan naik secara signifikan pada tahun kedua; 2) pergantian sukarela dengan *outside* CEO menunjukkan 9% kenaikan volatilitas pada tahun pertama dan naik menjadi 14% ketika perusahaan mengontrol kinerja operasinya; 3) pergantian yang dipaksakan dengan *inside* CEO menunjukkan kenaikan 19% pada tahun pertama; 4) pergantian yang dipaksakan dengan *outside* CEO mengalami 17%. Uji regresi menunjukkan bahwa tipe pergantian memiliki efek yang lebih besar dalam volatilitas harga saham daripada tipe suksesinya.

Kombinasi yang serupa juga dilakukan oleh Kang dan Shivdasani (1996), mereka mengkombinasikan pergantian berdasarkan normal dan dipaksakan, dan asal CEO baru, berdasarkan *inside* dan *outside*. Hasil yang didapat adalah pasar menunjukkan harga saham yang positif terhadap pergantian yang dipaksakan dan asal CEO baru dari luar perusahaan (*outside*).

Setiawan (2007) melakukan penelitian di Indonesia menggunakan *SRV* dengan mengkombinasikan pergantian CEO berdasarkan rutin dan nonrutin dan asal CEO baru dari dalam (*inside*) atau luar (*outside*) perusahaan. Hasil yang didapat bahwa pasar bereaksi terhadap proses pergantian secara rutin dengan pengganti dari dalam perusahaan (*inside*), dan pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar perusahaan (*outside*).

Atas dasar telaah literatur yang telah dilakukan, maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H_{06a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{06b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{07a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{07b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{08a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{08b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{09a} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) tanpa memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

H_{09b} : tidak terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dengan memperhatikan *confounding effect* diukur dengan menggunakan *Abnormal Volume*

BAB III

METODE PENELITIAN

A. DESAIN PENELITIAN

Penelitian ini bersifat studi peristiwa atau *event study*. Peristiwa yang diuji dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman pergantian CEO. Dalam penelitian ini, penulis akan mencoba meneliti pengumuman pergantian CEO tanpa dan dengan memperhatikan *confounding effect*; proses pergantian secara rutin atau nonrutin; dan asal pengganti CEO, dari dalam (*inside*) atau dari luar (*outside*) perusahaan dilihat dari volume perdagangan saham.

B. POPULASI DAN TEKNIK SAMPLING

Populasi adalah segala sesuatu yang berkaitan dengan masalah atau keadaan yang sedang diteliti (Sekaran, 2000). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2007.

Sampel adalah bagian dari populasi yang akan diteliti secara detail (Sekaran, 2000). Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu sampel yang sengaja ditentukan berdasarkan kriteria atau sistematika tertentu yang telah ditentukan oleh peneliti.

Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai 2007
2. Perusahaan yang melakukan pergantian CEO pada periode 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2007.
3. Perusahaan yang saham biasanya diperdagangkan selama periode estimasi dan periode pengamatan.
4. Perusahaan yang memiliki volume perdagangan lengkap pada periode estimasi dan periode pengamatan.

C. SAMPEL

Sampel yang dapat diperoleh dan digunakan dalam penelitian ini berjumlah 120 pengumuman pergantian CEO dari seluruh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2007, dengan volume perdagangan lengkap pada periode pengamatan. Sampel-sampel ini masih mengandung *confounding effect*. Setelah *confounding effect* dihilangkan jumlah sampel adalah 74.

Sampel tanpa menghilangkan *confounding effect* dikelompokkan menjadi pergantian rutin sebanyak 60 sampel, pergantian nonrutin 60 sampel. Sampel juga dikelompokkan berdasarkan pengganti CEO dari dalam perusahaan (*inside*) 79 sampel dan dari luar (*outside*) 51 sampel. Kombinasi dari pengelompokkan ini untuk pergantian rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) sebanyak 38 sampel, pergantian rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) sebanyak 22 sampel, pergantian nonrutin dengan pengganti dari

dalam (*inside*) sebanyak 31 sampel, dan pergantian nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) sebanyak 29 sampel.

Pengelompokkan sampel selanjutnya dengan menghilangkan *confounding effect*, pergantian rutin sebanyak 36 sampel, pergantian nonrutin 38 sampel. Sampel juga dikelompokkan berdasarkan pengganti CEO dari dalam perusahaan (*inside*) 37 sampel dan dari luar (*outside*) 37 sampel. Kombinasi dari pengelompokkan ini untuk pergantian rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) sebanyak 19 sampel, pergantian rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) sebanyak 17 sampel, pergantian nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) sebanyak 18 sampel, dan pergantian nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) sebanyak 20 sampel.

D. DATA

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang diterbitkan oleh organisasi yang tidak menggunakan data tersebut (Sekaran, 2000). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Nama-nama CEO dan susunan *Board Of Directors* dan *Board Of Commisioner* yang didapat dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*)
2. Tanggal pengumuman pergantian CEO yang diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia, Kompas, Harian Ekonomi Neraca, www.idx.com, dan dari sumber-sumber internet.

3. Data volume perdagangan dan total volume perdagangan saham beredar seluruh perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang diperoleh dari pusat data pasar modal.

E. PENGUKURAN VARIABEL PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pengukuran *abnormal volume* yang diadaptasi dari *abnormal return*, sesuai dengan pemikiran Kavussanos dan Tsounia (2006). Dalam penghitungannya, *Abnormal volume* pada penelitian ini disesuaikan dengan *abnormal return* menurut Jogiyanto (2003). Hal ini dilakukan karena mengingat tempat penelitian yaitu pasar di Indonesia, sehingga peneliti menggunakan rumusan yang sudah sering digunakan di Indonesia. Volume tidak normal atau *abnormal volume* merupakan kelebihan volume dari volume yang sesungguhnya (*actual volume*) terhadap volume harapan (*expected volume*).

Metode *abnormal volume* ini, menggunakan *market model* dengan mengambil 120 hari untuk periode estimasi yang dimulai dari 125 sebelum hari pengumuman (t-125) sampai dengan 6 hari sebelum pengumuman (t-6) dan mengambil 11 hari pengamatan, yaitu 5 hari sebelum pengumuman (t-5), hari pengumuman dan 5 hari sesudah pengumuman (t+5) terjadi.

Perhitungan *abnormal volume* dilakukan dengan tahap sebagai berikut:

1. Menghitung volume saham yang sesungguhnya terjadi (*actual volume*)

$$\mathbf{Vol}_{i,j} = (\mathbf{V}_t - \mathbf{V}_{t-1}) / \mathbf{V}_{t-1}$$

Keterangan:

$Vol_{i,j}$ = *actual volume*

V_t = volume saham pada hari ke-t

V_{t-1} = volume saham pada hari t-1

2. Menghitung volume harapan (*expected volume*) dengan *market model*.

Perhitungan *expected volume* dengan model pasar (*market model*) dilakukan dengan dua tahapan, yaitu (1) membentuk model harapan berdasarkan data realisasi selama periode estimasi, (2) menggunakan model harapan untuk mengestimasi *expected volume* pada periode peristiwa. Model harapan dalam penelitian ini dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$Vol_{i,j} = \alpha_i + \beta_i Vol_{m,j}$$

Keterangan:

$Vol_{i,j}$ = *actual volume* sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

$Vol_{m,j}$ = *actual volume* pasar pada periode estimasi ke-j

α_i = *intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

3. Menghitung volume tidak normal (*abnormal volume*)

Perhitungan *abnormal volume* dilakukan dengan rumus:

$$AVol_{i,t} = Vol_{i,t} - E[Vol_{i,t}]$$

Keterangan :

$AVol_{i,t}$ = *abnormal volume* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$Vol_{i,t}$ = *actual volume* untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[Vol_{i,t}]$ = *expected volume* sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

4. Menghitung *Average Abnormal volume*

Average abnormal volume untuk hari ke-t dapat dihitung dengan cara:

$$AAVol_t = \frac{\sum_{i=1}^k AVol_{i,t}}{k}$$

Keterangan:

$AAVol_t$ = *average abnormal volume* pada hari ke-t

$AVol_{i,t}$ = *abnormal volume* sekuritas ke-i periode ke-t

k = jumlah sekuritas

F. PENGUJIAN STATISTIK

Pengujian statistik terhadap *abnormal volume* bertujuan untuk melihat signifikansi *abnormal volume* yang ada pada periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud bahwa *abnormal volume* tersebut secara statistik signifikan

tidak sama dengan nol. Pengujian yang digunakan adalah *t-test*. Dalam penelitian ini pengujian statistik terhadap *abnormal volume* dilakukan berdasarkan deviasi standar *actual volume* selama periode estimasi dengan nilai standarnya yang digunakan adalah nilai rata-rata *actual volume*-nya.

1. Menghitung nilai-nilai deviasi standar, dengan rumus:

$$DS_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} (Vol_{i,j} - AVol_j)^2}{T1 - 2}}$$

DS_i = deviasi standar estimasi untuk sekuritas ke-i

$Vol_{i,j}$ = *actual volume* sekuritas ke-I untuk hari ke-t selama periode estimasi

$AVol_j$ = rata-rata *actual volume* sekuritas ke-I selama periode estimasi

$T1$ = jumlah hari di periode estimasi

2. Menghitung *abnormal volume* standarisasi ($AVolS_{i,t}$)

$$AVolS_{i,t} = AVol_{i,t} / DS_i$$

Keterangan:

$AVolS_{i,t}$ = *abnormal volume* standarisasi sekuritas ke-i pada hari ke-t pada periode peristiwa

$AVol_{i,t}$ = *abnormal volume* sekuritas ke-i pada hari ke-t pada periode peristiwa

DS_i = deviasi standar estimasi untuk sekuritas ke-i

3. Penetapan nilai t-hitung, yang ditentukan dengan rumus:

$$T_t = AVolSt \frac{\sum_{i=1}^k AVolSi, t}{\sqrt{k}}$$

Keterangan:

T_t = t-hitung

$AVolSt$ = *abnormal volume* standarisasi portofolio hari ke-t di periode peristiwa

$AVolSi, t$ = *abnormal volume* standarisasi sekuritas ke-I hari ke-t di periode peristiwa

k = jumlah sekuritas

4. Pengujian hipotesis

Kriteria pengujian adalah sebagai berikut:

- H_0 diterima apabila $t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$
- H_0 ditolak apabila $t_{hitung} < -t_{tabel}$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan memaparkan analisis hasil penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengumuman pergantian CEO terhadap *abnormal volume*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2007. Dari data *abnormal volume* yang dihasilkan kemudian dilakukan pengamatan selama 11 hari. Penelitian ini terdiri dari hipotesis-hipotesis null untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO tanpa memperhatikan *confounding effect* dan hipotesis-hipotesis null untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan *confounding effect*.

Pada periode tersebut terdapat 188 perusahaan yang melakukan pergantian CEO, tetapi terdapat 58 pergantian yang tidak dapat dijadikan sampel karena keterbatasan informasi. Sampel sebanyak 130 tersebut dikurangi 10 karena tidak melakukan perdagangan selama periode penelitian. Sampel akhir penelitian sebanyak 120 pergantian tanpa memperhatikan *confounding effect*. Peneliti akan melakukan pengujian terhadap pengumuman pergantian CE tanpa memperhatikan *confounding effect* terlebih dahulu, kemudian baru melakukan pengujian dengan memperhatikan *confounding effect* dengan 74 sampel.

Tabel IV.1. Prosedur Pemilihan Sampel

Prosedur Pemilihan Sampel	Jumlah
Pengumuman pergantian CEO	188
Data yang tidak dapat digunakan	(68)
Pengumuman Pergantian CEO dengan <i>Confounding effect</i>	120
Pengumuman pergantian CEO rutin	60
Pengumuman pergantian CEO nonrutin	60
Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (<i>inside</i>)	69
Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (<i>outside</i>)	51
Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (<i>inside</i>)	38
Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (<i>outside</i>)	22
Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (<i>inside</i>)	31
Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (<i>outside</i>)	29

Prosedur Pemilihan Sampel	Jumlah
Pengumuman Pergantian CEO tanpa <i>Confounding effect</i>	74
Pengumuman pergantian CEO rutin	36
Pengumuman pergantian CEO nonrutin	38
Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (<i>inside</i>)	37
Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (<i>outside</i>)	37
Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (<i>inside</i>)	19
Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (<i>outside</i>)	17
Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (<i>inside</i>)	18
Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (<i>outside</i>)	20

<i>Confounding effects</i>	Jumlah
Pembagian Dividen	42
Right Issue	1
Stock Split	1
Akuisisi	2

A. PENGUJIAN HIPOTESIS *ABNORMAL VOLUME* PADA 11 HARI SEKITAR PENGUMUMAN PADA SAMPEL TANPA MEMPERHATIKAN *CONFOUNDING EFFECT*

Analisis hasil penelitian sebagai berikut:

1. Pengumuman pergantian CEO tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 120-1 = 119$. Berdasarkan tabel IV.2 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-2, t-1, t0, t+1, t+2, t+4, dan t+5. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{01a} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sebelum pengumuman (t-2), 1 hari sebelum pengumuman (t-1), hari pengumuman (t0), 1 hari sesudah pengumuman (t+1), 2 hari sesudah pengumuman (t+2), 4 hari sesudah pengumuman (t+4), dan 5 hari sesudah pengumuman (t+5). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

**Tabel IV.2
AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO
Tanpa memperhatikan *Confounding effect***

t	AAVolt	t-hitung
-5	-13.360	-0.589
-4	-18.596	0.086
-3	-14.226	-0.242
-2	-12.080	1.908*
-1	263.954	2.313**
0	-18.704	-1.788*
1	-1.782	4.535***

2	-20.076	2.251**
3	-3.392	-1.092
4	-16.210	6.529***
5	-25.023	-1.697*

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

2. Pengumuman pergantian CEO rutin tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 60-1 = 59$. Berdasarkan tabel IV.3 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada $t+2$ dan $t+4$. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{02a} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sesudah pengumuman ($t+2$) dan 4 hari sesudah pengumuman ($t+4$). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.3

AA Volt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AA Volt</i>	t-hitung
-5	-12.488	-1.612
-4	-7.342	-0.948
-3	1.561	0.202
-2	-4.562	-0.589
-1	4.909	0.634
0	-7.158	-0.924
1	2.021	0.261
2	22.527	2.908***
3	-4.550	-0.587
4	70.449	9.095***
5	-12.176	-1.572

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

3. Pengumuman pergantian CEO nonrutin tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 60-1 = 59$. Berdasarkan tabel IV.4 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-2, t-1 dan t+1. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{03a} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sebelum pengumuman (t-2), 1 hari sebelum pengumuman (t-1) dan 1 hari sesudah pengumuman (t+1). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.4

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Non Rutin Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-19.356	0.779
-4	-29.720	1.070
-3	-29.086	-0.544
-2	-17.391	3.288***
-1	535.491	2.638**
0	-33.194	-1.604
1	-2.524	6.153***
2	-32.120	0.275
3	1.902	-0.956
4	-34.108	0.138
5	-41.234	-0.829

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

4. Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 69-1 = 68$. Berdasarkan tabel IV.5 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-2, t-1, t0, t+1 dan t+4. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{04a} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sebelum pengumuman (t-2), 1 hari sebelum pengumuman (t-1), hari pengumuman (t0), 1 hari sesudah pengumuman (t+1), dan 4 hari sesudah pengumuman (t+4). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.5

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Dalam (*Inside*) Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-19.981	-0.302
-4	-28.870	0.131
-3	-21.174	1.025
-2	-18.615	2.871***
-1	462.772	3.540***
0	-31.171	-1.994**
1	-0.747	6.264***
2	-31.422	0.323
3	-2.482	-1.229
4	-24.753	8.146***
5	-40.244	-1.272

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

5. Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 51-1 = 50$. Berdasarkan tabel IV.6 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada $t+2$. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{05a} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sesudah pengumuman ($t+2$). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.6

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Luar (*Outside*) Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-4.403	-0.552
-4	-4.696	-0.021
-3	-4.826	-1.563
-2	-3.240	-0.412
-1	-5.035	-0.569
0	-1.837	-0.423
1	-3.183	-0.329
2	-4.727	3.077***
3	-4.623	-0.245
4	-4.651	0.540
5	-4.430	-1.125

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

6. Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 38-1 = 37$. Berdasarkan tabel IV.7 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada $t+4$. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{06a} ditolak karena terdapat reaksi pada 4 hari sesudah pengumuman ($t+4$). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.7

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Dalam (*Inside*) Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-6.577	-1.047
-4	-6.594	-0.409
-3	5.965	1.499
-2	-7.767	-0.568
-1	-6.709	1.423
0	-5.322	-1.230
1	2.235	0.725
2	-7.740	0.147
3	-8.949	-0.792
4	7.785	11.013***
5	-8.820	-0.688

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

7. Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 22-1 = 21$. Berdasarkan tabel IV.8 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada $t+2$. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{07a} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sesudah pengumuman ($t+2$). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.8

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Luar (*Outside*) Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-8.726	-1.286
-4	-8.986	-1.028
-3	-8.576	-1.637
-2	-5.049	-0.227
-1	-9.093	-0.824
0	-2.300	0.090
1	-6.697	-0.522
2	-8.540	4.609***
3	-8.233	0.070
4	-8.842	0.546
5	-8.799	-1.692

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

8. Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 31-1 = 30$. Berdasarkan tabel IV.9 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-2, t-1 dan t+1. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{0a} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sebelum pengumuman (t-2), 1 hari sebelum pengumuman (t-1) dan 1 hari sesudah pengumuman (t+1). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.9

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Dalam (*Inside*)Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-36.412	0.709
-4	-56.175	0.649
-3	-54.442	-0.130
-2	-31.912	4.912***
-1	1,038.265	3.706***
0	-62.856	-1.614
1	-4.402	8.542***
2	-60.452	0.320
3	5.445	-0.956
4	-64.639	-0.041
5	-78.764	-1.136

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

9. Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) tanpa memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 29-1 = 28$. Berdasarkan tabel IV.10 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, tidak terdapat t signifikan. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{0a} diterima. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO.

Tabel IV.10

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Luar (*Outside*) Tanpa memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-1.124	0.388
-4	-1.440	0.868
-3	-1.981	-0.647
-2	-1.868	-0.350
-1	-1.956	-0.038
0	-1.485	-0.639
1	-0.517	0.019
2	-1.834	0.066
3	-1.884	-0.387
4	-1.471	0.241
5	-1.116	-0.018

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

B. PENGUJIAN HIPOTESIS *ABNORMAL VOLUME* PADA 11 HARI SEKITAR PENGUMUMAN PADA SAMPEL DENGAN MEMPERHATIKAN *CONFOUNDING EFFECT*

Analisis hasil penelitian sebagai berikut:

1. Pengumuman pergantian CEO dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 75-1 = 74$. Berdasarkan tabel IV.11 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-1, t+1, t+2, t+4, dan t+5. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{01b} ditolak karena terdapat reaksi pada 1 hari sebelum pengumuman (t-2), 1 hari sesudah pengumuman (t+1), 2 hari sesudah pengumuman (t+2), 4 hari sesudah pengumuman (t+4), dan 5 hari sesudah pengumuman (t+5). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

**Tabel IV.11
AAVolt dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Memperhatikan *Confounding effect***

t	AAVolt	t-hitung
-5	-12.236	-1.422
-4	-5.208	-0.605
-3	1.922	0.223
-2	-3.084	-0.359
-1	20.150	2.342**
0	-13.164	-1.530
1	54.187	6.299***
2	30.161	3.506***
3	-11.904	-1.384

4	77.903	9.056***
5	-15.714	-1.827*

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

2. Pengumuman pergantian CEO rutin dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 36-1 = 35$. Berdasarkan tabel IV.12 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada $t+2$, $t+4$, dan $t+5$. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{02b} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sesudah pengumuman ($t+2$), 4 hari sesudah pengumuman ($t+4$), dan 5 hari sesudah pengumuman ($t+5$). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.12

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-7.328	-1.221
-4	-4.544	-0.757
-3	3.177	0.529
-2	-3.097	-0.516
-1	1.179	0.196
0	-5.429	-0.905
1	4.361	0.727
2	27.043	4.507***
3	-6.089	-1.015
4	71.823	11.971***
5	-12.514	-2.086**

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

3. Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 39-1 = 38$. Berdasarkan tabel IV.13 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-1, dan t+1. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{03b} ditolak karena terdapat reaksi pada 1 hari sebelum pengumuman (t-1) dan 1 hari sesudah pengumuman (t+1). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.13

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Non Rutin Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-35.336	-0.796
-4	-44.469	-0.108
-3	-49.857	-0.204
-2	-28.738	0.002
-1	848.211	3.078***
0	-49.962	-1.255
1	-0.837	8.083***
2	-48.632	0.506
3	5.736	-0.943
4	-51.270	0.986
5	-62.761	-0.519

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

4. Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 37-1 = 36$. Berdasarkan tabel IV.14 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-1, t0, t+1, t+3, dan t+4. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{04b} ditolak karena terdapat reaksi pada 1 hari sebelum pengumuman (t-1), hari pengumuman (t0), 1 hari sesudah pengumuman (t+1), 3 hari sesudah pengumuman (t+3), dan 4 hari sesudah pengumuman (t+4). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.14

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Dalam (*Inside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-38.862	-0.753
-4	-47.264	-0.316
-3	-40.833	1.331
-2	-32.497	0.610
-1	868.172	3.601***
0	-54.384	-1.696*
1	5.262	9.170***
2	-52.859	1.100
3	2.314	-1.762*
4	-39.602	12.599***
5	-68.009	-1.508

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

5. Pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar (*outside*) dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 37-1 = 36$. Berdasarkan tabel IV.15 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada $t+2$. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{05b} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sesudah pengumuman ($t+2$). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.15

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO dengan Pengganti dari Luar (*Outside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-6.604	-1.259
-4	-6.192	-0.540
-3	-6.067	-1.015
-2	-4.333	-1.117
-1	-6.509	-0.288
0	-2.766	-0.468
1	-4.011	-0.261
2	-6.101	3.858***
3	-5.973	-0.195
4	-6.233	0.208
5	-6.113	-1.076

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

6. Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 19-1 = 18$. Berdasarkan tabel IV.16 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-3 dan t+4. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{06b} ditolak karena terdapat reaksi pada 3 hari sebelum pengumuman (t-3) dan 4 hari sesudah pengumuman (t+4). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.16

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Dalam (*Inside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-8.101	-0.449
-4	-5.072	-0.205
-3	17.868	2.226**
-2	-8.609	-0.167
-1	-8.113	1.038
0	-8.712	-1.281
1	11.750	1.485
2	-8.015	0.994
3	-9.161	-1.218
4	23.173	15.867***
5	-9.010	-1.327

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

7. Pengumuman pergantian CEO rutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 17-1 = 16$. Berdasarkan tabel IV.17 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada $t+2$. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{07b} ditolak karena terdapat reaksi pada 2 hari sesudah pengumuman ($t+2$). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.17

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Rutin dengan Pengganti dari Luar (*Outside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-10.913	-1.302
-4	-11.275	-0.885
-3	-10.601	-1.583
-2	-6.300	-0.574
-1	-11.549	-0.811
0	-2.967	0.037
1	-8.536	-0.512
2	-10.660	5.508***
3	-10.545	-0.189
4	-11.053	0.645
5	-10.964	-1.632

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

8. Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 18-1 = 17$. Berdasarkan tabel IV.18 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, terdapat t signifikan yaitu pada t-1, t+1, dan t+4. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{08b} ditolak karena terdapat reaksi pada 1 hari sebelum pengumuman (t-1), 1 hari sesudah pengumuman (t+1), dan 4 hari sesudah pengumuman (t+4). Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO, yang berarti pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi.

Tabel IV.18

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Dalam (*Inside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-71.331	-0.618
-4	-91.800	-0.242
-3	-102.796	-0.379
-2	-57.712	1.046
-1	1,793.140	4.096***
0	-102.593	-1.116
1	-1.586	11.621***
2	-100.193	0.556
3	14.428	-1.275
4	-105.865	1.761*
5	-130.286	-0.798

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

9. Pengumuman pergantian CEO nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) dengan memperhatikan *confounding effect*

Pengujian dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel pada α 1 %, 5% dan 10% dengan *degree of freedom* $n-1 : 20-1 = 19$. Berdasarkan tabel IV.19 selama periode pengamatan yaitu 11 hari di sekitar tanggal pergantian CEO, tidak terdapat t signifikan. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa H_{0b} diterima. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO.

Tabel IV.19

AAVolt* dan t-hitung Untuk Semua Sampel Pergantian CEO Nonrutin dengan Pengganti dari Luar (*Outside*) Dengan memperhatikan *Confounding effect

t	<i>AAVolt</i>	t-hitung
-5	-2.941	-0.511
-4	-1.871	0.081
-3	-2.212	0.078
-2	-2.662	-0.989
-1	-2.224	0.356
0	-2.594	-0.671
1	-0.164	0.117
2	-2.227	0.170
3	-2.087	-0.090
4	-2.135	-0.311
5	-1.990	0.042

***, **, * signifikan 1%, 5%, 10%

Hasil dari penelitian di atas menunjukkan bahwa pasar bereaksi pada seluruh hipotesis kecuali pada pengelompokan pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*). Hasil penelitian ini mendukung

peneliti terdahulu seperti Setiawan (2008) dan Prasasti (2008) yang menunjukkan bahwa pasar di Indonesia bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO. Penelitian ini juga mendukung hasil peneliti terdahulu yang melakukan penelitian di negara lain, seperti Denis dan Denis (1995) di Amerika Serikat, Kang dan Shivdasani (1996) di Jepang, Neumann dan Voetmann (1999) di Denmark, dan Dahya dan McConnell (2000) di Inggris. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Warner, Watts dan Wruck (1988) di NYSE dan AMEX yang menunjukkan hasil bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO diukur dari *abnormal return*.

Hasil pengujian penelitian ini terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dan nonrutin, dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect* menunjukkan hasil yang signifikan, sehingga membuktikan bahwa pasar bereaksi. Hasil ini mendukung penelitian Kang dan Shivdasani (1996) yang menunjukkan hasil yang signifikan pada pergantian CEO secara paksaan (nonrutin) maupun secara normal (rutin). Prasasti (2008) juga menunjukkan hasil yang sama, bahwa pasar di Indonesia bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO baik secara rutin maupun nonrutin, dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect*. Penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Denis dan Denis (1995) yang menunjukkan bahwa pasar bereaksi pada pergantian secara paksa (nonrutin), sedangkan untuk pergantian secara normal (rutin) pasar tidak menunjukkan reaksi. Hasil ini juga tidak konsisten dengan Setiawan (2007) yang menunjukkan bahwa pasar bereaksi

pada pergantian secara rutin, tetapi tidak bereaksi pada pergantian secara nonrutin.

Hasil pengujian penelitian ini terhadap pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) dan luar (*outside*), dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect* menunjukkan hasil yang signifikan, sehingga membuktikan bahwa pasar bereaksi. Hasil ini konsisten dengan penelitian Setiawan (2007) yang menunjukkan terdapat *abnormal return* positif pada pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) maupun dari luar (*outside*). Hasil serupa didapat oleh Dahya dan McConnell (2002) yang menunjukkan reaksi pasar yang signifikan baik pergantian dengan pengganti dari dalam (*inside*) maupun pengganti dari luar (*outside*), terutama pergantian yang dilaksanakan oleh susunan direksi dengan lebih banyak *outside directors*. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Setiawan (2007) yang menggunakan *SRV* sebagai alat pengujian. Hasil *SRV* menunjukkan tidak terdapat reaksi pasar baik pergantian dengan pengganti dari dalam (*inside*) maupun dari luar (*outside*). Hasil penelitian ini juga kurang konsisten dengan penelitian Prasasti (2008) yang menunjukkan hasil yang signifikan terhadap pengganti dari dalam (*inside*) dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect* tetapi tidak signifikan terhadap pengganti dari luar (*outside*) tanpa memperhatikan *confounding effect*. Apabila *confounding effect* dihilangkan, pasar menunjukkan hasil yang signifikan, diukur dengan menggunakan *TVA*.

Hasil pengujian untuk pengelompokkan pengumuman pergantian CEO dengan kombinasi secara rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan dan tanpa memperhatikan *confounding effect* adalah signifikan,

menunjukkan bahwa pasar bereaksi. Hasil ini konsisten dengan penelitian Setiawan (2007) baik diukur dari *SRV* maupun *abnormal return* dan Prasasti (2008) diukur dari *TVA*, yang menunjukkan hasil signifikan atas reaksi pasar terhadap kombinasi ini. Pasar bereaksi positif dengan kombinasi ini karena investor percaya bahwa CEO baru akan meneruskan strategi perusahaan yang telah berjalan, sehingga ketidakpastian dapat diminimalisasi.

Untuk kombinasi pergantian CEO secara rutin dengan pengganti dari luar (*outside*), hasil penelitian ini menunjukkan reaksi pasar yang signifikan baik dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect*. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian penelitian Prasasti (2008) yang hanya menunjukkan reaksi apabila *confounding effect* dihilangkan. Reaksi pasar negatif juga didapat dari penelitian Setiawan (2007) terhadap kombinasi ini. Reaksi negatif yang diperoleh dengan kombinasi ini lebih dikarenakan investor percaya bahwa ketidakpastian cenderung lebih besar didapat dari CEO pengganti dari luar (*outside*).

Pada pengujian dengan pengelompokkan pengumuman pergantian CEO dengan kombinasi secara nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect* menunjukkan reaksi pasar yang signifikan apabila diukur dengan *abnormal volume*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Kang dan Shivdasani (1996) yang menunjukkan *abnormal return* positif terhadap kombinasi ini. Serupa dengan Kang dan Shivdasani, hasil ini juga konsisten dengan hasil penelitian Prasasti (2008) yang juga memperoleh hasil yang signifikan bila diukur dengan *TVA*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil peneliti terdahulu, Setiawan (2007)

yang memperoleh hasil yang beragam dalam periode pengamatannya, pasar bereaksi negatif pada $t-3$ dan positif pada $t+1$ dan $t+3$.

Namun pengelompokan secara nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*), baik dengan atau tanpa *confounding effect* pasar tidak menunjukkan reaksi. Hal ini berbeda dari hasil penelitian Kang dan Shivdasani (1996) yang berpendapat bahwa *abnormal return* yang positif yang ditunjukkan pada kombinasi ini, menunjukkan bahwa pasar menginginkan gaya kepemimpinan yang baru dan berbeda dari CEO sebelumnya. Tidak konsisten juga dengan penelitian Setiawan (2007) yang menunjukkan bahwa pasar menyukai proses pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*), jika diukur dari *SRV*, tetapi hasil yang beragam kembali muncul apabila pengujian dilakukan dengan *abnormal return*. *Abnormal return* yang positif dan negatif kembali muncul pada periode pengamatan penelitian Setiawan (2008). Apabila dilihat dari *abnormal volume*, pasar tidak bereaksi terhadap proses pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*), hal ini menunjukkan bahwa pada periode penelitian ini investor beranggapan perubahan secara nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*) memberi kesan bahwa didalam perusahaan perlu pembenahan dan pembenahan tersebut dirasa tidak dapat dilakukan oleh orang dalam (*insider*) karena permasalahan timbul dari dalam, seperti yang terjadi pada beberapa sampel dalam penelitian ini.

BAB V

PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan dari hasil pengujian, saran dan keterbatasan yang ada dalam penelitian ini. Usulan-usulan peneliti diajukan untuk menyempurnakan hasil dari keterbatasan penelitian.

A. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengaruh pengumuman pergantian CEO menggunakan metode *abnormal volume*. Pasar yang bereaksi menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi pada pengumuman pergantian tersebut. Periode pengamatan dimulai 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2007 terhadap seluruh perusahaan yang terdapat di BEI yang melakukan pengumuman pergantian CEO. Pengelompokan dilakukan berdasarkan pergantian rutin, pergantian nonrutin, pengganti dari dalam (*inside*), pengganti dari luar (*outside*), kombinasi dari pergantian rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*), pergantian rutin dengan pengganti dari luar (*outside*), pergantian nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*), dan pergantian nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*).

Perubahan perilaku para investor pada penelitian ini tercermin dalam perubahan aktivitas volume perdagangan di sekitar hari pengumuman dibandingkan dengan periode lain. Perubahan perilaku dapat dilihat dari

pembelian atau penjualan saham di atas normal, atau penurunan volume pembelian dan atau penjualan di bawah normal (Beaver, 1968).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO diukur dengan menggunakan metode *abnormal volume*. Pasar bereaksi pada seluruh hipotesis kecuali pada pengelompokan pergantian secara nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*). Pengujian terhadap keseluruhan sampel dengan atau tanpa memasukkan *confounding effect* menunjukkan hasil yang signifikan. Pada dasarnya, pasar di Indonesia merespon peristiwa pergantian CEO. Penelitian ini menunjukkan bahwa *confounding effect* berdampak pada reaksi pasar sesuai dengan pendapat Lako (2003). Reaksi pasar pada penelitian ini terlihat dari *abnormal volume* yang signifikan pada periode peristiwa.

Pengujian terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dan nonrutin, dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect* menunjukkan hasil yang signifikan,. Hasil serupa kembali didapat dari pengujian pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari dalam (*inside*) dan luar (*outside*), dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect*. Pasar di Indonesia menunjukkan reaksi berdasarkan proses dan asal (suksesi) pengganti CEO.

Untuk pengelompokan pengumuman pergantian CEO dengan kombinasi secara rutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan dan tanpa memperhatikan *confounding effect* pasar juga menunjukkan reaksi yang signifikan, sama hal dengan reaksi terhadap pergantian secara rutin dengan pengganti dari luar (*outside*). Pada pengujian dengan pengelompokan

pengumuman pergantian CEO dengan kombinasi secara nonrutin dengan pengganti dari dalam (*inside*) dengan atau tanpa memperhatikan *confounding effect* menunjukkan reaksi pasar yang signifikan. Tetapi pengelompokan secara nonrutin dengan pengganti dari luar (*outside*), baik dengan atau tanpa *confounding effect* pasar tidak menunjukkan reaksi.

B. KETERBATASAN

1. Proses pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* sehingga hasil penelitian ini tidak bisa digunakan sebagai dasar generalisasi.
2. Penelitian ini belum membedakan sampel berdasarkan ukuran perusahaan atau jenis industri yang mungkin akan memberikan hasil yang berbeda.
3. Penelitian ini hanya meneliti reaksi pasar yang diukur dengan *abnormal volume* dari aktivitas perdagangan tanpa membagi aktivitas perdagangan tersebut berasal dari dalam atau luar perusahaan.

C. SARAN

1. Penelitian selanjutnya dapat memperluas periode pengamatan, sehingga dapat dilihat dengan lebih jelas bagaimana reaksi pasar setelah pengumuman pergantian CEO.

2. Penelitian selanjutnya dapat mengukur *abnormal volume* dari aktivitas perdagangan dari dalam maupun luar perusahaan, sehingga dapat terlihat *insider trading* untuk menilai kebocoran informasi.
3. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode pengujian yang belum pernah digunakan untuk melihat reaksi pasar dari sudut pandang yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Bamber, Linda Smith., & Cheon, Susan. 1995. *Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements*. The Accounting Review. Vol.7, No.3.
- Beaver, W. 1968. *The Information Content of Annual Earnings Announcement. Empirical Research in Accounting*. Supplement to Journal of Accounting Research 6: 67-92.
- Clayton, Mathew J., Jay C Hartzell, & Joshua Rosenberg. 2003. *The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 166.
- Dahya, Jay., & John J. McConnel. 2002. *Outside Directors and Corporate Board Decisions*. (On-line) Available <http://ssrn.com>
- Dedman, Elisabeth., & Stephen W-J Lin. 2000. *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*. (On-line) Available <http://ssrn.com>
- Denis, David J., & Dianne K. Denis. 1995. Performance Changes Following Top Management Dismissals. The Journal of Finance. Vol.1, No.4.
- Dherment-Ferere, Isabelle Dherment., & Luc Reneboog. 2000. *Share Price Reaction to CEO Resignations and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies*. (On-line) Available <http://ssrn.com>
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall
- Hartono, Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM
- Husnan, Suad. 1993. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN

- Kang, Jn-Koo., & Anil Shivdasani. 1996. *Does Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock Price Effects of Top Management Turnover*. The Review of Financial Studies Winter. Vol.9, No. 4, pp. 1061-1095.
- Kavussanos, Manolis G., & Anna Tsounia. 2006. *Issue of Debt Announcements, Abnormal Return, Abnormal Trading Volume, Insider Trading Activity and Information Asymetry in The London and Athens Stock Exchanges*. (On-line) Available <http://yahoo.com>
- Lako, Andreas., 2003b, *Market Reaction to Financial Statement Announcements with and without Confounding Effects: An Empirical from Indonesia Stock Exchange*. The Journal of Accounting, Management, and Economics Research 3 (1), 199-33
- Neumann, Robert., & Torben Voetmann. 1999. *CEO Turnovers and Corporate Governance: Evidence from the Copenhagen Stock Exchange*. The 26th Annual Meeting of The European Finance Association August 25-28.
- Prasasti, Ajeng. 2008. *Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer (CEO): Beta, Bid Ask Spread, dan Trading Volume Activity (TVA)*. Skripsi S-1 UNS. Tidak Dipublikasikan.
- Pourciau, Susan. 1993. *Earnings Management and Nonroutine Executive Change*, Journal of Accounting and Economics 16, page 317-336.
- Sekaran, Uma. 2000 *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. Singapore: John Willey and Sons Inc.
- Setiawan, Doddy. 2007. *An Analysis of Market Reaction to CEO Turnover Announcement: The Case in Indonesia*. EABR (Business) & ETLC (Teaching) Conference Proceedings. Venice, Italy.
- _____. 2007. *Variabilitas Return Saham di Sekitar Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia. Vol. 22, No.2, 180-196.
- _____ & Hananto, Santoso. 2008. *An Analysis of Market Reaction to CEO Turnover Announcement: Trading Volume Activity Approach*. The First

Parahyangan International Accounting and Business Conference,
Bandung 13 Februari 2008.

Warner, Jerold B., Ross L. Watts, & Karen 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.

Widayanto, Wiwit & Sunarjanto. 2005. *Analisis Pengaruh Pengumuman, Pemecahan Saham (Stock Split) terhadap Harga Saham, Volume Perdagangan Saham, dan Likuidasi Saham yang Diukur dengan Bid Ask Spread pada beberapa Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*. Fokus Manajerial. Vol3, No.2.

Wu, YiLin. 2004. *The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPers's Corporate Governance Program*. Journal of Corporate Finance 10. Page 199-227.