

**ANALISIS REAKSI HARGA SAHAM
INDONESIA TERHADAP PENGUMUMAN
PERGANTIAN CHIEF EXECUTIVE OFFICER
(CEO) Tahun 2008-2012**



SKRIPSI

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro**

Disusun oleh :

TRIVANDA DEWI CAHYANI

NIM. 12010110120052

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2014

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Trivanda Dewi Cahyani

Nomor Induk Mahasiswa : 12010110120052

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS REAKSI HARGA SAHAM
INDONESIA TERHADAP PENGUMUMAN
PERGANTIAN CHIEF EXECUTIVE
OFFICER (CEO) Tahun 2008-2012**

Dosen Pembimbing : Dr. Irene Rini Demi Pangestuti,

Semarang,

Dosen Pembimbing

(Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME)

NIP. 196008201986032001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Trivanda Dewi Cahyani

Nomor Induk Mahasiswa : 12010110120052

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS REAKSI HARGA SAHAM
INDONESIA TERHADAP PENGUMUMAN
PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE
OFFICER* (CEO) Tahun 2008-2012**

Telah dinyatakan lulus pada tanggal 18 Juni 2014

Tim Penguji:

1. **Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME** (.....)
2. **Erman Denny A, SE,MM** (.....)
3. **Dra. Hj. Endang Tri W, MM** (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan dibawah ini saya, Trivanda Dewi Cahyani, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : Analisis Reaksi Harga Saham Indonesia Terhadap Pengumuman Pergantian *Chief Executive Officer* (CEO) Tahun 2008 - 2012, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang,
Yang membuat pernyataan,

(Trivanda Dewi Cahyani)
NIM : 12010110120052

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian chief executive officer (CEO) tahun 2008-2012. Penulis menggunakan *Abnormal return saham* untuk menemukan kandungan informasi pada pengumuman pergantian CEO selama tahun 2008-2012. Penelitian ini membagi pergantian CEO menjadi dua karakteristik yaitu berdasarkan proses pergantian dan asal pengganti CEO. Berdasarkan proses pergantiannya, sampel dibedakan menjadi rutin dan nonrutin. Berdasarkan asal penggantinya, sampel dibedakan menjadi *inside* dan *outside*. Penelitian ini menguji sampel dengan menggabungkan karakteristik sampel menjadi rutin inside, rutin outside, non rutin inside dan non rutin outside.

Penelitian ini menggunakan uji beda untuk menguji kandungan informasi dari pengumuman pergantian CEO. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 25 perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas 100 selama periode tahun 2008-2012.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO. Pasar bereaksi terhadap pergantian CEO secara rutin dengan asal pengganti dari luar perusahaan, dan pergantian CEO secara non rutin dengan asal pengganti dari dalam perusahaan. Pasar tidak bereaksi terhadap pergantian CEO secara rutin dengan asal pengganti dari dalam perusahaan, dan pergantian CEO secara non rutin dengan asal pengganti dari luar perusahaan.

Kata kunci: CEO, Abnormal return, Kompas 100

ABSTRACT

This study aims to analyze the Indonesia stock price reaction to the CEO turnover announcement from 2008-2012. The writer used abnormal return to find out the information of CEO turnover announcement from 2008-2012. This study divides into two characteristics of CEO turnover is based on the process of succession and origin of successor. Based on the process of succession, sample is divided into routine and non-routine. Based on the origin of successor, the sampel is divided into inside and outside. This study examined a sample by combining the characteristics of the sample into a routine inside, outside routine, non-routine and non-routine inside outside.

This study use one sample t-test to examining information contain of CEO turnover announcements. The sample used in this study were 25 companies listed in the index compass 100 during the period 2008-2012.

The results of this study show that the market reacted to the announcement of CEO turnover. The market reacted to routine CEO turnover by origin successor from outside firms, and in non-routine CEO turnover by origin successor from inside firms. The market did not react to routine CEO turnover by origin successor from inside firms, and in non-routine CEO turnover by origin successor from outside firms.

Key note: CEO, Abnormal return, compass 100

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

“.. Sesungguhnya Allah beserta orang-orang yang sabar” (8:46)

“.. Jadikanlah sabar dan shalat sebagai penolongmu” (2:153)

“.. Sesungguhnya hanya orang-orang yang bersabarlah yang dicukupkan pahala mereka tanpa batas..” (39:10)

“.. Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan..” (94:5)

Skripsi ini penulis persembahkan untuk :

Mama dan Papa tercinta yang telah memberikan saya segalanya yang terbaik

Mama dan Papa tercinta yang selalu membantu saya di saat saya kesusahan

Mama dan Papa tercinta yang tak pernah bosan menghibur saya dengan doa-doa yang indah setiap saat.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr.Wb

Alhamdulillah rabbil'alamin. Segala puji syukur kepada Allah SWT, atas segala Rahmat dan Hidayah-Nya yang melimpah, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul **“ANALISIS REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) TAHUN 2008-2012”**. Penulisan skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi prasyarat untuk menyelesaikan studi sarjana S-1 Fakultas Ekonomika dan Bisnis Jurusan Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Skripsi ini tidak mungkin terselesaikan dengan baik tanpa adanya dukungan, bimbingan, bantuan, serta doa dari berbagai pihak selama penyusunan skripsi ini. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, Msi., Akt., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME. Selaku Dosen Pembimbing yang telah sangat baik dan sabar membimbing, memberikan saran dan dukungan dalam penulisan skripsi ini.
3. Drs. Bambang Munas Dwiyanto, Dipl.Comm, MM. selaku Dosen Wali
4. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat.
5. Mama dan Papa tersayang, ucapan terimakasih tidak pernah cukup untuk diucapkan penulis. Menjadi bagian hidup kalian dan perjuangan hidup kalian bagi penulis merupakan anugerah dan hadiah terindah bagi penulis di dunia ini dari sang Maha Pencipta,
6. Nurul Ayu Damayanti, Muhammad Glifandi “Kutsi” Hari Fauwzi dan Keita Elder Malaika. Yang telah memberikan wawasan kedepan, nasihat dan selalu menghibur setiap hari. Meskipun jarak memisahkan tetapi

keluarga selalu dihati, selalu berjuang untuk menjadi kebanggaan orang tua. I'm so blessed have sister, brother and nephew like you guys.

7. Muhammad Irfan Firdaus yang sangat baik hati, selalu membantu dan memberikan semangat kepada saya. Let's fight for the better future.
8. Kris Brantas yang telah sangat membantu, membimbing dan mengajari dengan sabar dalam skripsi ini. You can be the best lecturer bro.
9. Geng BH "Bosok Harum": Hanum Risfi, Andiorita, Sonia, Ghina yang telah menjadi teman yang terbaik selama awal kuliah dan akhir kuliah. *"Starting together, Ending together"*
10. Geng Sailormoon: Olin, Anin, Ema, Okta, Tika, Rika yang telah menjadi sahabat yang baik dari SMA hingga sekarang, walaupun jarang bertemu semoga persahabatan kita tetap selamanya tanpa ada perselisihan didalamnya.
11. Emmalia Rachmi dan Hami Pradipta "Trio kwek-kwek" yang telah menjadi sahabat saya, susah, senang bersama. Semoga apa yang kita cita-citakan dapat terwujud.
12. Teman-teman seperjuangan manajemen keuangan: luluk, akhtian ferdani, Reda, Devki, Wastu, Sabil, Adhitya Dasha, Aisyah "Ayi", dan Shabrina.
13. Teman-teman KKN desa Kalipucang: Dea, Irwan, Dicky, Rahma, Cahyo, Fajri, Lia, dan Kenanga.
14. Teman-teman Manajemen Angkatan 2010.
15. Semua pihak yang telah sangat membantu namun tidak bisa penulis sebutkan satu persatu. Terima kasih untuk doanya.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb

Semarang,

Trivanda Dewi

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR TABEL.....	viii
DAFTAR GAMBAR	ix
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Manfaat Penelitian	9
1.5. Sistematika Penulisan	10
BAB II TELAAH PUSTAKA.....	11
2.1. Landasan Teori.....	11
2.1.1. Efisiensi Pasar	11
2.1.2. Signalling Theory.....	12
2.2. <i>Chief Executive Officer (CEO)</i>	13
2.3. Pergantian CEO.....	14
2.4. Proses Pergantian CEO	15
2.5. Asal Pengganti CEO	16
2.6. Event Study	17
2.7. Abnormal Return.....	18
2.8. Penelitian Terdahulu	20
2.9. Pengembangan Hipotesis	25
2.9.1. Reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO.....	25
2.9.2. Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara rutin dari dalam (<i>inside</i>).....	26
2.9.3. Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara rutin dari luar (<i>outside</i>)	28

2.9.4.	Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dari dalam (<i>inside</i>).....	29
2.9.5.	Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dari luar (<i>outside</i>)	30
BAB III	METODE PENELITIAN	31
3.1.	Jenis dan Sumber Data	31
3.2.	Populasi dan Sampel Penelitian	31
3.3.	Sumber dan Teknik Pengumpulan Data.....	34
3.4.	Variabel Penelitian dan Pengukuran	34
3.5.	Teknik Analisis Data.....	39
BAB IV	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	41
4.1.	Statistik Diskriptif	41
4.1.1.	Deskripsi Return Saham	42
4.1.2.	Deskripsi Abnormal Return Saham	45
4.2.	Analisis Data	46
4.2.1.	Uji Pergantian CEO terhadap abnormal return saham	46
4.2.2.	Uji abnormal return saham dari pergantian CEO rutin dari inside	49
4.2.3.	Uji abnormal return saham dari pergantian CEO rutin dari outside	51
4.2.4.	Uji abnormal return saham dari pergantian CEO non rutin dari inside	53
4.2.5.	Uji abnormal return saham dari pergantian CEO non rutin dari outside	55
4.3	Pembahasan.....	57
4.3.1.	Pengujian Hipotesis 1	57
4.3.2.	Hasil Pengujian Hipotesis 2	58
4.3.3.	Hasil Pengujian Hipotesis 3	60
4.3.4.	Hasil Pengujian Hipotesis 4	61
4.3.5.	Hasil Pengujian Hipotesis 5	62
BAB V	PENUTUP	65
5.1.	Kesimpulan	65
5.2.	Keterbatasan	67
5.3.	Saran.....	68

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN – LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Pengumuman Pergantian CEO Periode Tahun 2008-2012.....	6
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	23
Tabel 3.1. Daftar Perusahaan Yang Melakukan Pergantian CEO.....	32
Tabel 4.1 Karakteristik Pergantian CEO.....	41
Tabel 4.2 Tabulasi silang karakteristik Pergantian CEO	42
Tabel 4.3 Rata-rata <i>abnormal return</i> pada Pergantian CEO	47
Tabel 4.4 Rata-rata <i>abnormal return</i> pada Pergantian CEO rutin – <i>inside</i>	50
Tabel 4.5 Rata-rata <i>abnormal return</i> pada Pergantian CEO rutin – <i>outside</i>	52
Tabel 4.6 Rata-rata <i>abnormal return</i> pada Pergantian CEO non rutin – <i>inside</i>	54
Tabel 4.7 Rata-rata <i>abnormal return</i> pada Pergantian CEO non rutin – <i>outside</i>	56
Tabel 4.8 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis	64

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 4.1 Statistik deskriptif rata-return saham pada 30 hari periode estimasi	43
Gambar 4.2 Statistik deskriptif rata-return saham pada 30 hari periode estimasi dan periode jendela t-5 hingga t+5	44
Gambar 4.3 Statistik deskriptif rata-rata abnormal return saham pada 5 hari sebelum pergantian CEO hingga 5 hari sesudah pergantian CEO.....	45

BAB I

PENDAHULUAN

1.1.Latar Belakang Masalah

Penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*) sekuritas terjadi di pasar modal (Sunariyah, 2011:4). pasar modal (*capital market*) di definisikan secara formal sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang biasa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta. Oleh karena itu pasar modal (*capital market*) merupakan pasar yang lebih sempit dari pada pasar keuangan (*financial market*). Pasar modal lebih sempit dari pasar keuangan karena sekuritas yang diperjual belikan dipasar modal hanya sekuritas-sekuritas jangka panjang, sedangkan dalam pasar keuangan (*financial market*) sekuritas yang diperjual belikan mencakup sekuritas-sekuritas jangka panjang maupun sekuritas-sekuritas jangka pendek. (Husnan,2009:3)

Investor sebagai pelaku pasar yang memiliki kelebihan dana (*surplus of funds*) dalam melakukan investasi di pasar modal mempunyai kebutuhan utama, yaitu informasi. Agar para investor bersedia untuk menyalurkan dananya melalui pasar modal, para investor menginginkan perasaan aman akan investasinya. Maka, para investor berusaha mendapatkan berbagai jenis informasi yang berguna dan melakukan berbagai teknik analisis untuk mengurangi ketidakpastian investasi, memperkirakan aliran kasnya di masa yang akan datang, menentukan sekuritas apa yang harus dibeli dan dijual dan tentunya menghasilkan *return* yang tinggi.

Berdasarkan teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dikemukakan Fama (1970), pasar modal yang efisien setengah kuat akan bereaksi terhadap publikasi pengumuman oleh suatu perusahaan kepada publik. Informasi yang bisa diperoleh investor dapat berupa pengumuman pembagian dividen, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman *stock split*, pengumuman laporan keuangan, dan sebagainya (Foster, 1986). Berdasarkan informasi ini, investor dapat menjadikannya sebagai dasar dalam membuat keputusan investasi. Selain itu informasi yang bisa digunakan investor dalam menentukan keputusan investasinya yaitu pengumuman pergantian *Chief Executive Officer* (CEO

Direktur Utama atau *Chief Executive Officer* (CEO) adalah seseorang yang penting untuk menetapkan strategi perusahaan untuk bersaing dengan perusahaan lain di pasar (Setiawan, 2008). CEO juga memiliki tanggung jawab untuk membuat keputusan mengenai berbagai aktivitas seperti akuisisi perusahaan, investasi dalam penelitian dan pengembangan, memasuki atau mengabaikan berbagai pasar, dan membangun fasilitas pabrik dan kantor yang baru (Griffin, 2004). Perubahan dalam kepemimpinan merupakan kejadian yang penting dalam kehidupan sebuah perusahaan. Pergantian CEO ditetapkan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan merupakan salah satu informasi yang akan direspon oleh pasar. Informasi pergantian CEO dalam bentuk pengumuman resmi yang dikeluarkan oleh perusahaan dan tersedia secara luas untuk semua pelaku pasar, yang biasanya dipublikasikan melalui media cetak (surat kabar dan majalah bisnis) dan media elektronik (radio, televisi, dan internet).

CEO memiliki peran dan tanggung jawab yang besar terhadap perusahaan, maka pengumuman mengenai pergantian CEO adalah salah satu tindakan penting bagi perusahaan. Pergantian CEO berdasarkan proses dapat diklasifikasikan menjadi dua, yaitu pergantian CEO secara rutin dan non rutin. Pergantian CEO rutin merupakan pergantian CEO yang dilakukan berdasarkan struktur perusahaan, dilakukan secara teratur, dan merupakan pergantian yang telah direncanakan. Pergantian CEO secara rutin meliputi pensiun, direksi yang lama menjabat sebagai dewan komisaris. Sedangkan pergantian CEO secara nonrutin merupakan proses pergantian yang tidak teratur, tidak direncanakan, dan dilakukan pada waktu tertentu. Pergantian non-rutin meliputi pengunduran diri CEO dan pemecatan atau penghentian sebelum habis masa jabatannya (Vancil dalam Pourciau, 1993).

Pergantian CEO juga dapat diklasifikasikan dari asal pengganti CEO, asal pengganti CEO dapat dari dalam perusahaan (*inside*) atau dari luar perusahaan (*outside*). Pergantian CEO dikategorikan sebagai *inside* CEO jika CEO berasal dari lingkungan perusahaan itu sendiri, pernah memegang jabatan di perusahaan tersebut sebelumnya atau masih keturunan (Dahya dan McConnell, 2002). Sedangkan Pergantian CEO dikategorikan sebagai *outside* apabila CEO baru sebelumnya bukan anggota dari dewan direksi, CEO baru tidak memiliki hubungan keluarga dan CEO baru sebelumnya bukan pegawai di perusahaan (Dahya dan McConnell, 2002).

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pergantian CEO telah dilakukan oleh beberapa peneliti dari dalam negeri (Indonesia) dan luar negeri. Penelitian-

penelitian tersebut menemukan *reserach gap* yang beragam. Penelitian di luar negeri antara lain dilakukan di Amerika Serikat oleh Weisbach (1988) menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO. Jenter dan Kanaan (2006) menemukan bahwa pasar bereaksi negatif. Sedangkan Warner, Watts, and Wruck (1988) menemukan bahwa pasar tidak bereaksi atas pergantian CEO. Reinganum (1985) juga menyatakan bahwa tidak terdapat *abnormal return* disekitar pengumuman. Sedangkan penelitian Weisbach (1988) memperlihatkan bahwa terdapat *abnormal return* positif signifikan pada saat pengumuman pergantian CEO tahun 1977-1980.

Penelitian di Jepang dilakukan oleh Kang dan Shivdasani (1996) atas 432 perusahaan pada tahun 1985-1990. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada saat pengumuman terdapat return positif atas pergantian top management. Pengaruh terhadap return lebih besar untuk pergantian secara paksa (*forced layoffs*) daripada pergantian secara normal. Pengaruh harga saham positif juga terlihat saat pengumuman ketika *forced layoffs* dilakukan dan asal penggantinya berasal dari *outside*. Neumann dan Voetmann (1999) telah melakukan penelitian di Denmark terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Copenhagen Stock Exchange* pada periode 1994-1998. Hasil penelitian memperlihatkan pasar bereaksi positif terhadap pergantian secara paksa (*forced layoffs*) dan bereaksi negatif terhadap pengunduran diri yang dilakukan secara sukarela (*voluntary resignations*).

Penelitian di Prancis dilakukan oleh Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) pada tahun 1988 sampai tahun 1992. Penelitian membagi pergantian CEO menjadi tiga, yaitu pengunduran diri karena dipaksa (*forced resignation*),

pergantian dengan sukarela (*voluntary departures*), dan penghentian terkait usia (*age-related retirements*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman pergantian CEO yang dipaksa menunjukkan abnormal return positif. Pergantian sukarela tidak menyebabkan reaksi pasar dan pergantian terkait usia menyebabkan reaksi harga yang negative. Dahya dan McConnell (2002) menemukan bahwa harga saham bereaksi positif untuk pergantian *inside* maupun pergantian *outside*. Tetapi, reaksi untuk pergantian *outside* lebih besar daripada pergantian *inside*.

Di Indonesia Penelitian dilakukan oleh Setiawan (2008), melakukan penelitian terhadap 59 pergantian CEO pada tahun 1992-2003 pada perusahaan yang terdaftar di BEJ. Penelitian ini menggunakan alat ukur yaitu *abnormal return*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar merespon pergantian CEO sebagai *good news* sehingga pasar bereaksi positif terhadap pergantian CEO secara rutin dan penggantinya dari dalam perusahaan atau pergantian CEO secara nonrutin dan penggantinya dari luar perusahaan.

Penelitian ini menemukan jumlah yang beragam mengenai perusahaan yang melakukan pengumuman pergantian CEO yang telah dibagi berdasarkan proses pergantian CEO secara rutin dan nonrutin, selain itu dibagi juga berdasarkan asal pengganti CEO dari dalam perusahaan atau dari luar perusahaan. Perusahaan tersebut adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas 100 selama periode tahun 2008-2012, berikut dapat dilihat pada tabel 1.1:

Tabel 1.1
Pengumuman Pergantian CEO Periode Tahun 2008-2012

Tahun	Jumlah Pergantian CEO				
	Rutin	Non Rutin	Inside	Outside	Jumlah
2008	1	-	1	-	2
2009	1	7	5	3	16
2010	2	3	4	1	10
2011	2	5	3	4	14
2012	3	1	1	3	6
Jumlah	9	16	14	11	48

Sumber: Annual report dan media masa

Dari tabel 1.1 dapat dilihat bahwa pada tahun 2012 banyak perusahaan yang melakukan pergantian CEO diduga karena pada tahun 2012 banyak perusahaan yang memiliki kinerja yang rendah akibat krisis ekonomi dan CEO yang lama dianggap kurang baik dalam menjalankan tugasnya. Selain itu dari tabel 1.1 proses pergantian CEO lebih banyak secara non rutin dibandingkan pergantian CEO secara rutin. Berdasarkan Asal pengganti CEO, lebih banyak CEO yang berasal dari dalam perusahaan dibandingkan dari luar perusahaan.

Dari penelitian-penelitian terdahulu yang menunjukkan hasil yang berbeda-beda, maka penelitian ini mencoba untuk menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO. Pengukuran reaksi pasar modal dilakukan dengan mengamati perubahan harga saham disekitar tanggal pengumuman pergantian CEO. Perubahan harga saham tercermin dalam *abnormal return* yang merupakan perbedaan antara *return* yang diharapkan investor dengan *return* yang sebenarnya.

1.2.Rumusan Masalah

Permasalahan dalam penelitian ini adalah masih terdapat *research gap* atas hasil penelitian reaksi pasar modal terhadap pengumuman pergantian CEO. Sedangkan fenomena gap dapat dilihat dari tabel 1.1, yaitu tahun 2009 terbanyak terjadi pergantian CEO non rutin dan inside perusahaan. Perbedaan jumlah perusahaan yang melakukan pengumuman pergantian CEO secara nonrutin yang lebih banyak dibandingkan dengan pergantian CEO secara rutin. Selain itu perbedaan jumlah asal pengganti CEO dari dalam perusahaan memiliki jumlah yang lebih banyak dibandingkan dengan pengganti dari luar perusahaan. Research gap ditemukan pada hasil yang tidak konsisten pada penelitian terdahulu, beberapa penelitian terdahulu menyatakan bahwa tidak terdapat abnormal return disekitar pengumuman tetapi banyak juga penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa terdapat abnormal return yang signifikan postif disekitar pengumuman pergantian CEO.

Pokok permasalahan dalam penelitian ini mengenai kandungan informasi dari suatu pengumuman pergantian CEO perusahaan. Pengujian kandungan informasi ini untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman. Jika pengumuman tersebut mengandung sebuah informasi diharapkan pasar akan bereaksi ketika pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan.

Berdasarkan rumusan masalah penelitian di atas, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana harga saham Indonesia bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO yang tercermin dalam *abnormal return*?
2. Bagaimana harga saham Indonesia bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara rutin dengan asal pengganti CEO dari dalam perusahaan (*inside*) yang tercermin dalam *abnormal return*?
3. Bagaimana harga saham Indonesia bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara rutin dengan asal pengganti CEO dari luar perusahaan (*outside*) yang tercermin dalam *abnormal return*?
4. Bagaimana harga saham Indonesia bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara nonrutin dengan asal pengganti CEO dari dalam perusahaan (*inside*) yang tercermin dalam *abnormal return*?
5. Bagaimana harga saham Indonesia bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara nonrutin dengan asal pengganti CEO dari luar perusahaan (*outside*) yang tercermin dalam *abnormal return*?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini meliputi:

1. Menganalisis reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO yang tercermin dalam *abnormal return*.
2. Menganalisis reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara rutin dengan asal pengganti CEO dari dalam perusahaan (*inside*) yang tercermin dalam *abnormal return*.

3. Menganalisis reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara rutin dengan asal pengganti CEO dari luar perusahaan (*outside*) yang tercermin dalam *abnormal return*.
4. Menganalisis reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara nonrutin dengan asal pengganti CEO dari dalam perusahaan (*inside*) yang tercermin dalam *abnormal return*.
5. Menganalisis reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO yang dilakukan secara nonrutin dengan asal pengganti CEO dari luar perusahaan (*outside*) yang tercermin dalam *abnormal return*.

1.4. Manfaat Penelitian

1. Bagi perusahaan, penelitian ini dapat digunakan sebagai tambahan wawasan mengenai reaksi harga saham terhadap pengumuman pergantian CEO yang diukur dengan *abnormal return*.
2. Bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini dapat digunakan sebagai sebuah pertimbangan selanjutnya untuk melakukan penelitian mengenai reaksi harga saham terhadap pengumuman pergantian CEO.
3. Bagi investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai wawasan mengenai pengumuman pergantian CEO, informasi yang terkandung didalamnya juga dapat menjadi pertimbangan kepada investor untuk mengambil keputusan.

1.5.Sistematika Penulisan

BAB 1: Pendahuluan

Bab ini membahas tentang latar belakang masalah reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO, rumusan masalah reaksi harga saham Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB 2: Landasan Teori

Bab ini membahas tentang dasar-dasar teori tentang hipotesis pasar efisien, literatur-literatur yang mendukung topik penelitian, penelitian terdahulu, dan hipotesis yang akan diuji.

BAB 3: Metode Penelitian

Bab ini Membahas tentang jenis dan sumber data, periode penelitian, populasi dan sampel, dan teknik analisis data.

BAB 4: Pembahasan

Bab ini membahas tentang analisis data dan pengujian reaksi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO pada perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 pada tahun 2008-2012.

BAB 5: Simpulan dan Saran

Bab ini membahas tentang simpulan penelitian dan saran-saran terkait pengujian reaksi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman pergantian CEO pada perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 pada tahun 2008-2012.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Efisiensi Pasar

Jones et al (2008: 326) mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar yang harga-harga semua sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang relevan dan tersedia “*efficient market (EM) is defined as one in which the prices of all securities quickly and fully reflect all available relevant information*”. Sedangkan Husnan (2009: 260) mendefinisikan pasar modal efisien sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Informasi yang relevan adalah informasi yang mempengaruhi penawaran dan permintaan sekuritas.

Fama (1970) membagi efisien pasar modal menjadi tiga tingkatan yaitu:

1. Efisien Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Pasar dikatakan efisien bentuk lemah jika harga sekuritas secara penuh (*Fully Reflect*) mencerminkan informasi masa lalu. Informasi masa lalu adalah informasi yang sudah terjadi. Dalam efisien pasar bentuk ini investor tidak mungkin mendapat *abnormal return*, karena dengan melihat informasi masa lalu investor tidak dapat memprediksi harga sekarang.

2. Efisien Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form*)

Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika harga sekuritas secara penuh (*Fully Reflect*) mencerminkan semua informasi yang

dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang ada pada laporan keuangan emiten secara penuh dan cepat. Informasi ini dapat berupa informasi *stock split*, *merger*, atau pengumuman pembagian *dividen*. Pada kondisi efisien pasar bentuk setengah kuat investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan jangka waktu yang panjang.

3. Efisien Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan seluruh informasi yang dipublikasikan termasuk informasi privat. Jika efisien pasar dalam bentuk kuat maka tidak ada investor yang memperoleh abnormal return karena harga sekuritas telah mencampurkan informasi publik dan informasi privat.

2.1.2. Signalling Theory

Signalling theory menjelaskan bahwa sebuah pengumuman mengenai perusahaan akan memberikan informasi kepada investor dan calon investor tentang prospek peningkatan keuntungan di masa depan yang signifikan (Hartono, 2003). Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Informasi yang diterima oleh investor terlebih dahulu diterjemahkan sebagai sinyal yang baik (*good news*) atau sinyal yang buruk (*bad news*).

2.2. Chief Executive Officer (CEO)

CEO di Indonesia lebih dikenal dengan istilah direktur atau dewan direksi. Direktur merupakan penyebutan secara umum terhadap pemimpin suatu perusahaan dalam Perseroan Terbatas (PT). Di Indonesia pengaturan terhadap direktur (CEO) terdapat dalam UU No. 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas. UU No. 40 Tahun 2007 Bab VII mengatur fungsi, wewenang, dan tanggung jawab direksi. Seorang direktur atau dewan direksi dalam jumlah direktur dalam suatu perusahaan (minimal satu), yang dapat dicalonkan sebagai direktur, dan cara pemilihan direktur ditetapkan dalam anggaran dasar perusahaan. Pada umumnya direktur memiliki tugas meliputi;

Memimpin perusahaan dengan menentukan kebijakan-kebijakan perusahaan, Memilih, menetapkan, mengawasi tugas dari karyawan dan kepala bagian (manajer), Menyetujui anggaran tahunan perusahaan, Menyampaikan laporan kepada pemegang saham atas kinerja perusahaan (Adiasih, 2011).

Meskipun CEO memiliki wewenang dan tanggung jawab penuh terhadap perusahaan, kekuasaan tertinggi tetap berada di tangan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Segala bentuk yang berkaitan 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 40 2007 Perseroan Terbatas).

2.3. Pergantian CEO

Pergantian *top management* adalah salah satu kebijakan yang diputuskan dalam RUPS. Warner, Watts, dan Wruck (1988) mendefinisikan pergantian *top management* sebagai perubahan dalam susunan orang yang memegang gelar *chief executive officer* (CEO), presiden, atau *chairman of the board*. Kinerja perusahaan yang rendah meningkatkan kemungkinan pergantian CEO (Neuman, Voetman, 1999). Penelitian yang dilakukan Weisbach (1988) menunjukkan adanya *abnormal return* positif terhadap pengumuman pergantian CEO yang disebabkan oleh pengunduran diri CEO.

Hanson, Malatesta, dan Parrino (2001) menyatakan bahwa adanya *abnormal return* positif yang signifikan pada saat pergantian CEO yang berkaitan dengan perubahan dalam kinerja keuangan perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa pergantian CEO dapat merubah keyakinan investor terhadap perusahaan. Dengan adanya pergantian ini diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Informasi mengenai pengangkatan, penggantian, dan pemberhentian anggota direksi dapat diketahui melalui pengumuman resmi yang dikeluarkan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya yang biasanya dipublikasikan lewat media massa. Pengangkatan anggota direksi pertama kali dilakukan dengan mencantumkan susunan dan nama anggota direksi dalam akta pendirian. Selain itu anggota direksi juga dapat diberhentikan secara sementara oleh RUPS dengan menyebutkan alasannya yang kemudian diberitahukan secara tertulis kepada direksi yang bersangkutan. Selama diberhentikan sementara, anggota direksi tersebut tidak berwenang melakukan tugasnya. Dalam

hal ini direksi tersebut diberi kesempatan untuk melakukan pembelaan diri dan apabila gagal maka ia dapat diberhentikan dari perusahaan (UU 40 2007 Perseroan Terbatas).

2.4. Proses Pergantian CEO

Pergantian CEO disebabkan oleh banyak faktor namun pergantian ini pada dasarnya dapat diklasifikasikan menjadi 2 (Pourciau, 1993) yaitu pergantian CEO secara rutin dan pergantian CEO nonrutin. Pergantian CEO rutin merupakan pergantian CEO yang dilakukan berdasarkan struktur perusahaan, dilakukan secara teratur, dan merupakan pergantian yang telah direncanakan (Pourciau, 1993). Dari definisi tersebut dapat diketahui bahwa pergantian ini sudah diantisipasi, baik oleh CEO lama maupun CEO pengganti. Pergantian rutin terjadi karena CEO lama habis masa jabatan. Setelah pergantian, CEO lama biasanya tetap menduduki jabatan Dewan Komisaris dan tetap memantau jalannya perusahaan (Kang dan Shivdasani, 1996).

Pergantian CEO non rutin dideskripsikan sebagai tindakan yang relatif tidak direncanakan dan perusahaan memiliki waktu yang sedikit untuk memilih CEO pengganti yang cocok (Wells 2002). Pourciau (1993) menyatakan bahwa pergantian CEO secara nonrutin meliputi semua pengunduran diri, baik pengunduran diri secara sukarela (*voluntary resignation*) dan pengunduran diri karena dipaksa (*forced resignation*). 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 dan sebaliknya (Kang dan Shivdasani, 1996).

2.5. Asal Pengganti CEO

Perusahaan juga harus mempertimbangkan keputusan untuk memilih CEO pengganti. CEO pengganti dapat dipilih dari orang dalam (*inside*) atau dari luar perusahaan (*outside*). Jika perusahaan memilih untuk mengambil dari luar perusahaan maka akan menimbulkan biaya yang potensial bagi perusahaan dibandingkan jika memilih dari dalam perusahaan. Namun dengan adanya pengganti dari luar maka diharapkan dapat menambah *human capital* bagi perusahaan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan, terutama pada saat kinerja manajemen rendah (Warner et al.,1988).

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

Huston, Malatesta, dan Parrino (2001) dalam penelitiannya mengklasifikasikan asal CEO menjadi 2 kelompok yaitu berasal dari dalam perusahaan (*inside*) atau dari luar perusahaan (*outside*). Pengganti CEO dari dalam (*Inside*) dimaksudkan bahwa CEO pengganti berasal dari lingkungan perusahaan itu sendiri, CEO pengganti telah memegang jabatan sebagai dewan direksi diperusahaan tersebut, atau belum pernah menjabat tetapi masih terdapat hubungan keluarga (keturunan). Sedangkan Pengganti CEO dari luar (*Outside*)

adalah CEO pengganti berasal dari luar perusahaan, tidak pernah bekerja pada perusahaan tersebut, dan tidak mempunyai hubungan keluarga

Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) menyatakan, memilih pengganti CEO, baik dari dalam maupun dari luar perusahaan memiliki kelebihan masing-masing. Mempromosikan pengganti dari dalam memiliki dua keuntungan, yaitu: (1) memiliki pemahaman yang lebih baik mengenai proses dan teknologi yang dijalankan perusahaan, memiliki pandangan yang jernih mengenai produk, pasar dan kompetisi yang dihadapi, dan hubungan yang dekat dengan klien. 2) memiliki jaringan sosial yang baik sehingga mereka dapat memperoleh informasi internal yang spesifik. Tetapi, pengganti dari luar perusahaan memiliki kelebihannya sendiri, yaitu dia dapat membawa perubahan dan kreatifitas yang baru, terutama bila kondisi perusahaan sedang buruk. Dalam penelitiannya, Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) mengklasifikasikan asal pengganti dari luar perusahaan apabila pengganti telah dinominasikan oleh dewan direksi kurang dari setahun sebelum dia diangkat menjadi CEO.

2.6. Event Study

Bodie et al (2011: 381) mendefinisikan *event study* sebagai sebuah teknik empirik penelitian keuangan yang membuat peneliti mampu menilai pengaruh peristiwa tertentu pada harga saham perusahaan “*a technique of empirical financial research that enables an observer to assess the impact of a particular event on a firm’s stock price*” *Event study* juga merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu *event* yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji

kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Pengujian informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, pasar harus bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru (Hartono, 2003).

2.7. Abnormal Return

Reaksi pasar yang terjadi akibat suatu peristiwa biasanya dapat diamati dengan adanya perubahan harga saham yang diukur dengan adanya abnormal return. Sebagaimana disebutkan dalam Hartono (2003) bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return kepada pasar.

Abnormal return atau excess return ini merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan

return yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi.

Brown & Warner (1985) dalam hartono (2010) menyatakan bahwa expected return dapat dihitung dengan menggunakan tiga model yaitu:

- Mean-adjusted Model

Mean-adjusted model atau model rata-rata disesuaikan adalah model yang menganggap bahwa expected return bernilai konstan yang sama dgn rata-rata actual return sebelumnya selama periode estimasi (estimation period), dmn periode estimasi pada umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (event period) disebut juga dengan jendela peristiwa (event window)

- Market model

Model pasar merupakan bentuk dari model indeks tanggal yang didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks pasar. Secara khusus dapat diamati bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham gabungan naik, begitu juga sebaliknya.

- Market-adjusted model

Model pasar disesuaikan menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return dari indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

2.8. Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang melandasi penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2008) yang meneliti analisis reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan studi kasus di Indonesia. Menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap seluruh pengumuman pergantian CEO. Pengujian efek dari proses pergantian CEO menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pergantian CEO yang dilakukan secara rutin dan pasar tidak bereaksi terhadap pergantian CEO yang dilakukan secara nonrutin. Pasar juga bereaksi positif ketika pengganti CEO berasal dari dalam perusahaan (*inside*) pasar bereaksi bermacam-macam ketika asal pergantian CEO dari luar perusahaan (*outside*). Dan penelitian ini menggabungkan proses pergantian CEO dengan asal pengganti CEO. Hasilnya pasar bereaksi positif terhadap pergantian CEO secara rutin dengan asal pengganti CEO berasal dari dalam perusahaan (*inside*), tapi pasar bereaksi negative terhadap pergantian CEO secara rutin dengan asal pengganti CEO dari luar perusahaan (*outside*).

Penelitian yang telah dilakukan yaitu penelitian dari Desiantari (2009) yang meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO yang diukur dengan variabilitas return saham. Menemukan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap seluruh pengumuman pergantian CEO. Namun pasar terlihat bereaksi terhadap pergantian CEO *inside*, pergantian CEO *outside*, pergantian CEO rutin *outside* dan pergantian CEO nonrutin *outside*.

Penelitian yang dilakukan Kang dan Shivdasani (1996) yang menguji pengaruh pergantian *top management* terhadap harga saham atas 432 sampel

perusahaan yang berada di Jepang selama tahun 1985-1990. Penelitian ini menggunakan *market model* untuk menghitung *abnormal return* saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada saat pengumuman terdapat *return* yang signifikan positif atas pergantian *top management*. Pengaruh terhadap return lebih besar untuk pergantian yang dipaksakan (*forced turnover*) dari pada pergantian yang tidak dipaksakan (*unforced turnover*).

Penelitian yang dilakukan Warner, Watts and Wruck (1988) yang meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian *top management* dengan sampel terdiri dari 269 perusahaan yang terdaftar dalam New York Stock Exchange (NYSE) dan America Stock Exchange (AMEX) selama tahun 1962-1978. Penelitian ini menggunakan market model untuk menghitung *abnormal return* saham, dengan periode estimasi 200 hari dan periode jendela 91 hari (60 hari sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, dan 30 setelah pengumuman). Hasil penelitian ini menunjukkan tidak adanya bukti yang substansial dalam merespon pengumuman pergantian *top management* yang tercermin dari tidak adanya reaksi harga saham disekitar pengumuman pergantian CEO.

Penelitian yang dilakukan Neumann dan Voetmann (1999) yang meneliti hubungan antara kinerja dan pergantian CEO dengan sampel terdiri dari 81 perusahaan yang terdaftar di Copenhagen stock exchange. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang rendah meningkatkan kemungkinan pergantian CEO dan pemberhentian (*layoff*) merupakan kejadian yang dapat meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan pengunduran diri sukarela (*voluntary resignation*) merupakan kejadian yang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Kesimpulannya harga saham bereaksi positif terhadap pemberhentian (*layoff*) dan harga saham bereaksi negative terhadap pengunduran diri sukarela (*voluntary resignation*).

Penelitian yang dilakukan Dhermet-Ferere dan Renneboog yang meneliti reaksi pasar atas pergantian CEO dengan studi kasus di Perancis yang membagi sampel mejadi tiga yaitu 57 kasus pergantian CEO yang disebabkan oleh pengunduran diri, 34 kasus yang disebabkan oleh kematian atau sakit, dan 21 kasus yang disebabkan oleh pension. Diperoleh hasil bahwa terdapat *abnormal return* yang positif atas pengunduran diri CEO. Tetapi tidak terdapat reaksi pasar untuk pergantian karena kematian atau sakit, hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat kerugian *human capital* yang disebabkan oleh pergantian CEO. Sedangkan terdapat reaksi pasar yang negative untuk pergantian karena pensiun, hal ini menunjukkan bahwa terdapat konflik atau kinerja yang rendah selama masa jabatan CEO.

Penelitian yang dilakukan Behn.et.al.yang meneliti mengenai kematian CEO. Data penelitian yang didapat dari *the factiva database* pada tahun 1984-2001 dengan periode estimasi 200 hari sebelum pengumuman kematian CEO. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengumumkan kematian CEO, *cumulative abnormal return* menunjukkan penurunan dan semakin menurun ketika perusahaan memilih pengganti CEO berasal dari luar perusahaan.

Penelitian terdahulu mengenai pengumuman pergantian CEO dapat ditunjukkan dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Tujuan Penelitian	Expected Return	Hasil Penelitian	Perbedaan Penelitian
Warner, Watts dan Wruck (1988)	Meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian <i>top management</i>	Market Model	Pasar bereaksi negative terhadap pengumuman pergantian <i>top management</i>	Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO tanpa membagi proses pergantian dan asal pengganti.
Kang dan Shivdasani (1996)	Meneliti pengaruh pergantian <i>top management</i>	Market Model	Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO dan pergantian CEO yang dipaksa.	Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dan proses pergantian CEO.
Neumann dan Voetmann (1999)	Menguji hubungan antara kinerja dan pergantian CEO	Market-adjusted	Harga saham bereaksi positif terhadap pemberhentian dan bereaksi negative terhadap pengunduran diri sukarela.	Penelitian ini menguji hubungan kinerja dan pergantian CEO.

Peneliti	Tujuan Penelitian	Expected Return	Hasil Penelitian	Perbedaan Penelitian
Dhermet-Ferere dan Renneboog (2000)	Meneliti analisis reaksi pasar atas pergantian CEO dengan studi kasus di Perancis	Market-adjusted	Terdapat abnormal return yang positif untuk pergantian CEO karena pengunduran diri, terdapat reaksi pasar yang negative karena pensiun.	Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dan proses pergantian CEO.
Behn, Bruce K, David D. Dawley, Richard Kiley, Ya-wen Yang. (2006)	<i>Are Delays in Naming Succesors and Insider/Outsider Succession Associated with Subsequent Firm Performance</i>	Market Model	Terdapat penurunan cumulative abnormal return terhadap pengumuman kematian CEO dan semakin menurun untuk pengganti CEO dari luar perusahaan.	Penelitian ini melihat reaksi pasar dengan menggunakan cumulative abnormal return.
Doddy Setiawan (2008)	Meneliti analisis reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO dengan studi kasus di Indonesia	Market Model	Pasar beraksi positif terhadap seluruh pengumuman pergantian CEO, pasar juga bereaksi positif terhadap pergantian ceo secara rutin <i>inside</i> .	Penelitian ini menggunakan data dari Bursa Efek Jakarta.

Peneliti	Tujuan Penelitian	Expected Return	Hasil Penelitian	Perbedaan Penelitian
Desiantari (2009)	menemukan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO	Market-adjusted	Pasar tidak bereaksi terhadap seluruh pengumuman pergantian CEO, tetapi pasar bereaksi terhadap pergantian CEO <i>inside</i> dan <i>outside</i> , pergantian CEO <i>rutin outside</i> dan <i>nonrutin outside</i> .	Penelitian ini melihat reaksi pasar dengan menggunakan <i>security return variance</i> .

Sumber: kumpulan berbagai jurnal yang diolah

2.9. Pengembangan Hipotesis

2.9.1. Reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO

CEO adalah seorang pemimpin yang harus mampu menjadi jembatan penghubung antara dunia luar dengan dunia dalam organisasi (Drucker,2004). CEO memiliki peran yang penting bagi perusahaan dan pengumuman pergantian CEO dapat menjadi kabar yang buruk bagi investor. Apabila kinerja CEO tidak baik dapat menurunkan kinerja perusahaan tersebut, sehingga perusahaan tersebut dihadapkan dengan ancaman-ancaman dipasar. CEO yang tidak mampu meningkatkan kinerjanya akan menurunkan kinerja perusahaan, sehingga harus ada pergantian CEO.

Signalling theory menjelaskan bahwa pengumuman pergantian CEO akan memberikan informasi kepada investor dan calon investor, tentang prospek peningkatan keuntungan atau penurunan keuntungan dimasa depan yang

signifikan (Hartono, 2003). Informasi yang diterima oleh investor dapat diterjemahkan sebagai sinyal yang baik (*good news*) atau sinyal yang buruk (*bad news*). Apabila pengumuman pergantian CEO mengandung informasi maka pasar akan bereaksi. Sebaliknya jika pengumuman pergantian CEO tidak mengandung informasi maka pasar tidak bereaksi.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Jenter dan Kanaan (2006), Dedman dan Lin (2003) memperoleh hasil bahwa pasar bereaksi negative terhadap pengumuman pergantian CEO. Penelitian juga ditemukan oleh Singh dan Barr (2001) dengan melakukan penelitian di Australia. Mereka menyimpulkan bahwa investor Australia menganggap pergantian CEO sebagai berita buruk. Penelitian juga dilakukan oleh Setiawan (2008) memberikan hasil bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO. Penelitian serupa yang dilakukan oleh Kang dan Shivdasani (1996) mendapatkan hasil yang serupa bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO dan pergantian CEO yang dipaksa.

Oleh karena itu hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1: Terdapat *abnormal return* saham disekitar pengumuman pergantian CEO.

2.9.2. Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara rutin dari dalam (*inside*)

Pergantian CEO secara rutin diklasifikasikan apabila pergantian CEO dilakukan karena pensiun, sakit, kematian dan masa jabatan CEO lama telah habis dan CEO lama memiliki kemungkinan untuk menduduki jabatan sebagai anggota

atau ketua dewan komisaris. Pergantian CEO yang berasal dari dalam diklasifikasikan apabila pengganti CEO tersebut berasal dari lingkungan perusahaan itu sendiri, CEO pengganti telah memegang jabatan sebagai dewan direksi di perusahaan tersebut, atau belum pernah menjabat tetapi masih terdapat hubungan keluarga (keturunan).

Investor lebih menghargai calon CEO dari dalam pada saat pergantian CEO secara rutin (Setiawan et al. 2011), karena calon CEO dari dalam tersebut akan melanjutkan strategi manajemen yang sama untuk mempertahankan posisi pasar perusahaan. CEO yang berasal dari dalam perusahaan juga memiliki pemahaman yang lebih baik terhadap kondisi bisnis perusahaan, oleh karena itu mereka akan menjalankan perusahaan dengan strategi yang sama dengan CEO sebelumnya (Clayton et al. 2005).

Dalam teori efisiensi pasar bila pengumuman pergantian CEO dari dalam perusahaan dan secara rutin mengandung informasi maka pasar akan bereaksi. Reaksi pasar dapat dilihat dari *abnormal return* yang diperoleh investor, maka pengumuman pergantian CEO berpengaruh signifikan positif terhadap *abnormal return*, sebaliknya jika pengumuman pergantian CEO dari dalam perusahaan secara rutin tidak mengandung informasi, maka pasar tidak akan bereaksi sehingga tidak terdapat *abnormal return*.

Signalling theory menjelaskan bahwa pengumuman pergantian CEO akan memberikan informasi kepada investor dan calon investor, tentang prospek peningkatan keuntungan dimasa depan yang signifikan. (Hartono, 2003).

Doddy Setiawan (2008) mendapatkan hasil bahwa bereaksi positif terhadap pergantian CEO yang dilakukan secara rutin dengan asal pengganti CEO dari dalam perusahaan. Oleh karena itu hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H2: Terdapat *abnormal return* saham disekitar pengumuman pergantian CEO secara rutin dan inside perusahaan.

2.9.3. Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara rutin dari luar (*outside*)

Pergantian CEO yang berasal dari luar diklasifikasikan apabila pengganti CEO tersebut berasal dari luar perusahaan, tidak pernah bekerja pada perusahaan tersebut, dan tidak mempunyai hubungan keluarga.

Pengganti dari luar dinilai kurang memiliki pengetahuan secara spesifik mengenai perusahaan dan juga kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Selain itu pergantian CEO secara rutin *outside* juga menimbulkan biaya yang potensial besar bagi perusahaan dibandingkan jika memilih pengganti CEO dari dalam perusahaan (Warner et al. 1988).

Dalam teori efisiensi pasar bila pengumuman pergantian CEO yang menggabungkan proses pergantian CEO secara rutin dengan asal pengganti CEO dari luar perusahaan mengandung informasi maka pasar akan bereaksi. Reaksi pasar dapat dilihat dari *abnormal return* yang diperoleh investor.

Behn, et.al, (2006) memperoleh hasil bahwa terdapat penurunan *cumulative abnormal return* ketika perusahaan mengumumkan kematian CEO dan *cumulative abnormal return* semakin menurun ketika perusahaan memilih pengganti CEO dari luar perusahaan daripada ketika perusahaan memilih

pengganti dari dalam perusahaan. Oleh karena itu hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H3: Terdapat *abnormal return* saham disekitar pengumuman pergantian CEO secara rutin dan outside perusahaan.

2.9.4. Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dari dalam (*inside*)

Investor cenderung mempersepsikan bahwa nonrutin terkait dengan gaya kepemimpinan baru yang berbeda dari CEO sebelumnya (Kang dan Shivdasani, 1996). Pergantian CEO secara nonrutin biasanya terjadi karena kinerja perusahaan yang buruk, karenanya sebagai calon pengganti *inside*, CEO baru tersebut dipersepsikan secara bersama-sama bertanggung jawab terhadap kinerja perusahaan yang buruk. Hal ini juga dipercaya CEO tersebut akan mengikuti gaya manajemen yang sama dengan sebelumnya dalam memimpin perusahaan.

Signalling theory menjelaskan bahwa pengumuman pergantian CEO akan memberikan informasi kepada investor dan calon investor, tentang prospek peningkatan keuntungan dimasa depan yang signifikan. (Jogiyanto, 2003) Oleh karena itu hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H4: Terdapat *abnormal return* saham disekitar pengumuman pergantian CEO secara non rutin dan inside perusahaan.

2.9.5. Reaksi pasar atas pengumuman pergantian CEO secara nonrutin dari luar (*outside*)

Pergantian CEO secara nonrutin disebabkan oleh pengunduran diri sebelum habis masa jabatannya dan pemecatan oleh perusahaan. Dengan adanya pengganti dari luar perusahaan, diharapkan dapat menambah *human capital* bagi perusahaan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan terutama ketika kinerja manajemen rendah (Warner et al. 1988). Sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan di masa mendatang.

Kang dan shivdasani (1996) mendapatkan hasil bahwa pada saat pengumuman pergantian CEO terdapat return yang signifikan positif. Pengaruh terhadap return lebih besar untuk pergantian yang dipaksa dan Pengaruh harga saham juga signifikan positif dengan rata-rata *return* sebesar 1,70% pada hari pengumuman ketika *forced turnover* dilakukan dan penggantinya dipilih dari luar perusahaan (*outside*). Oleh karena itu hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H5: Terdapat *abnormal return* saham disekitar pengumuman pergantian CEO secara non rutin dan outside perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini termasuk dalam penelitian *event study* yang menguji kandungan informasi suatu peristiwa sekaligus menguji efisiensi pasar pada tingkat setengah kuat. *Event study* juga mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan. Penelitian ini hanya mengamati pengaruh dari pengumuman pergantian CEO, selama periode waktu tertentu dengan menggunakan tanggal pengumuman sebagai titik kritis.

Dalam hal ini peneliti ingin meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian direktur utama (CEO) perusahaan, terhadap reaksi pasar ini diukur dengan *abnormal return* saham.

3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi adalah keseluruhan kelompok orang, peristiwa, atau hal yang ingin peneliti investigasi (Sekaran, 2006) Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan pengumuman pergantian CEO dari tahun 2008-2012 yang berjumlah 52 perusahaan. Sampel adalah proses memilih unsur dari populasi sehingga karakteristik sampel dapat digeneralisasikan pada populasi (Sekaran, 2006). Sampel dalam penelitian ini digunakan cara *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel tidak secara acak tetapi dengan mempertimbangkan beberapa kriteria-kriteria tertentu yang ditetapkan peneliti (Hartono, 2003).

Perusahaan yang terpilih menjadi sampel harus memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang melakukan pergantian CEO di dapat dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2008-2012.
2. Tanggal pengumuman pergantian CEO pada saat RUPS dapat diperoleh dari annual report perusahaan.
3. Perusahaan yang melakukan pergantian CEO termasuk dalam indeks Kompas 100 selama periode penelitian yang diperoleh dari website resmi BEI.
4. Terdapat harga penutupan (*closing price*) saham perusahaan indeks Kompas 100 pada 36 hari sebelum pengumuman pergantian CEO hingga 5 hari setelah pengumuman pergantian CEO diperoleh dari website BEI

Berdasarkan data yang diperoleh dari indeks Kompas 100 sesuai dengan kriteria diatas sampel perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman pergantian CEO pada tahun 2008-2012 yang digunakan dalam penelitian ini terdapat 25 sampel yang dapat dilihat pada tabel 3.1

Tabel 3.1.

Daftar Perusahaan Yang Melakukan Pergantian CEO

NO	Nama Perusahaan	KODE	Tanggal Pengumuman
1	PT Bank BNI	BBNI	6 Februari 2008
2	PT Bhakti Investama	BHIT	19 Juni 2009

NO	Nama Perusahaan	KODE	Tanggal Pengumuman
3	PT Bisi International	BISI	2 Juni 2009
4	PT Sentul City	BKSL	25 Juni 2009
5	PT Bank International Indonesia	BNII	20 maret 2009
6	PT Darma Henwa	DEWA	15 Juni 2009
7	PT Energi Mega Persada	ENRG	28 Mei 2009
8	PT Mira International Resources	MIRA	23 Desember 2009
9	PT Holcim Indonesia	SMCB	3 September 2009
10	PT Astra International	ASII	1 Maret 2010
11	PT Benakat Petroleum Energy	BIPI	3 Desember 2010
12	PT Bank Mandiri	BMRI	5 Juli 2010
13	PT Bakrie Brother	BNBR	25 Juni 2010
14	PT International Nickel Indonesia	INCO	5 Maret 2010
15	PT Bank BJB	BJBR	25 juli 2011
16	PT Sentul City	BKSL	19 Desember 2011
17	PT Elnusa	ELSA	22 Juli 2011
18	PT International Nickel Indonesia	INCO	27 September 2011

NO	Nama Perusahaan	KODE	Tanggal Pengumuman
19	PT Keramika Indonesia Asosiasi	KIAS	3 Juni 2011
20	PT Sorini Agro Asia Corporindo	SOBI	28 Januari 2011
21	PT Trada Maritime	TRAM	13 Mei 2011
22	PT Bakrieland Development	ELTY	7 juni 2012
23	PT Star Petrochem	STAR	15 Juni 2012
24	PT Trada Maritime	TRAM	9 Mei 2012
25	PT Indosat	ISAT	17 September 2012

Sumber: annual report

3.3. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Sumber data dalam penelitian ini merupakan data sekunder dengan melakukan pengamatan mulai 1 Januari 2008-31 Desember 2012. Data dan Sumber Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

1. Data harga saham harian masing-masing perusahaan dan data harga pasar saham diperoleh dari situs Yahoo Finance. Harga saham harian yang digunakan adalah harga penutupan (*closing price*) karena harga tersebut adalah harga yang sudah ditentukan oleh pasar.

3.4. Variabel Penelitian dan Pengukuran

3.4.1. *Abnormal Return*

Abnormal Return adalah selisih antara actual return dengan expected return.

Pengumuman pergantian CEO dipilih sebagai *event study*, dimana peneliti

menguji perilaku harga saham yang ditunjukkan oleh abnormal return disekitar *event*. Adapun untuk memprediksi return selama periode peristiwa, diambil periode estimasi selama 30 hari yaitu dari 35 hari perdagangan saham sebelum terjadinya peristiwa ($t-35$) hingga 6 hari perdagangan saham sebelum terjadinya peristiwa ($t-6$). periode estimasi selama 30 hari ini diasumsikan sudah memadai untuk memprediksi return selama event period. Periode peristiwa (event period) yang diambil adalah dari lima hari perdagangan saham sebelum terjadinya peristiwa ($t-5$) hingga lima hari perdagangan saham setelah terjadinya peristiwa ($t+5$). Event periode selama 11 hari diambil dengan harapan reaksi pasar sudah dapat terlihat selama periode tsb. Sebagaimana disebutkan dalam Afandi dan Utama (1998), apabila event period yang diambil terlalu panjang dikhawatirkan terdapat peristiwa lain selain peristiwa yang ditinjau yang juga menimbulkan reaksi investor, sehingga terjadi bias.

Cara perhitungan *abnormal return* adalah sebagai berikut (Hartono, 2003):

1. Menghitung Abnormal Return

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

Notasi:

AR_{it} : *abnormal return* saham i pada hari ke- t

R_{it} : *actual return* saham i pada hari ke- t

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

2. Menghitung Actual Return

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Notasi:

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

$P_{i,t}$: harga saham i pada hari ke- t

$P_{i,t-1}$: harga saham i pada hari ke- $t-1$

3. Menghitung Expected Return

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

Notasi:

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

α_i : *intercept* dari regresi untuk saham i

β_i : beta koreksian untuk saham i

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

Koefisien α dan β diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara *return* saham (R_{it}) dengan *return* pasar (R_{mt}) selama periode estimasi dari koefisien α dan β tersebut dapat dihitung *expected return* setiap saham $E(R_{it})$ selama *event period*.

4. Menghitung Market Return

Penelitian ini menggunakan indeks Kompas 100 disebabkan dengan karakteristik BEI sebagai pasar yang tipis (*thin market*) dimana sebagian besar saham tidak aktif diperdagangkan (Hartono, 2003). Maka return pasar yang digunakan adalah return dari indeks Kompas 100, dengan demikian rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

Notasi:

R_{mt} : *market return* pada hari ke-t

P_{mt} : indeks Kompas 100 pada hari ke- t

$P_{m,t-1}$: indeks Kompas 100 pada hari ke t-1

5. Menghitung *Abnormal return* rata-rata

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Notasi:

AAR_t : average abnormal return pada waktu ke-t

K : jumlah sekuritas

6. Menghitung standarisasi *abnormal return*

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{SEE_i}$$

Notasi:

SAR_{it} : *abnormal return* standarisasi sekuritas i pada waktu ke-t

AR_{it} : *abnormal return* sekuritas i pada waktu ke-t

SEE_i : kesalahan standar estimasi sekuritas i

Perhitungan kesalahan standar estimasi menggunakan rumus sebagai berikut:

$$SEE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=t1}^{t2} (R_{ij} - \bar{R})^2}{T1 - 2}}$$

Notasi:

SEE_i : kesalahan standar estimasi sekuritas i

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

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

$T1-2$: jumlah hari di periode estimasi, yaitu dari hari ke-T1 sampai hari ke-T2

3.5. Teknik Analisis Data

Untuk menuju tujuan digunakan teknik analisis data dengan pengujian hipotesis secara keseluruhan dengan menggunakan uji t, yaitu untuk menguji apakah *abnormal return* yang diperoleh di sekitar tanggal pengumuman pergantian CEO berbeda secara signifikan atau tidak dengan nol, dengan tingkat keyakinan 1%, 5%, dan 10 %. Pengujian hipotesis menggunakan pengujian dua sisi (*two-tailed*) yaitu sebelah kanan dan kiri. Penelitian ini menggunakan model empiris standarisasi *abnormal return* untuk menentukan nilai t hitung. Langkah-langkah yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Mengelompokkan sampel perusahaan menjadi 2 yaitu pergantian CEO secara rutin dan secara nonrutin
2. Mengelompokkan sampel perusahaan menjadi 2 yaitu pergantian CEO dengan *Inside* CEO dan *Outside* CEO
3. Mengelompokkan sampel perusahaan menjadi 4 yaitu pergantian CEO secara rutin inside, nonrutin inside dan pergantian CEO secara rutin outside, nonrutin outside.
4. Menentukan H_0 dan H_1

$$H_0 = AR = 0$$

$$H_a = AR \neq 0$$
5. Menentukan level of significance, penelitian ini menggunakan level of significance sebesar 1%, 5%, dan 10%,
6. Menentukan kriteria pengujian:

$$H_0 \text{ diterima bila : } -t \text{ tabel} \leq t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$$

H_0 ditolak bila : $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ atau $t \text{ hitung} < -t \text{ tabel}$

7. Menghitung standarisasi abnormal return

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{SEE_i}$$

SAR_{it} : *abnormal return* standarisasi sekuritas i pada waktu ke-t

AR_{it} : *abnormal return* sekuritas i pada waktu ke-t

SEE_i : kesalahan standar estimasi sekuritas i

8. Menghitung nilai t-hitung dari sampel

$$t - \text{hitung} = \frac{\sum_{i=1}^k SAR_{it}}{\sqrt{k}}$$

$SAR_{i,t}$ = *abnormal return* standarisasi sekuritas i pada waktu t

k = jumlah sampel

9. Membandingkan t-hitung dengan t-tabel Pengambilan keputusan untuk menerima atau menolak H_0 dengan melihat nilai t hitung dibandingkan dengan t tabel.