

ANALISIS REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO)*

Novyandri Taufik Bahtera
Fakultas Vokasi, Departemen Bisnis
Jalan Srikana 65 Surabaya Telepon: (031) 5033869

ABSTRAK

Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian *Chief Executive Officer (CEO)* diukur dengan *abnormal return*. Sampel penelitian ini terdiri dari 55 pengumuman pergantian CEO dengan menggunakan uji-t untuk menguji kandungan informasi pengumuman tersebut. Penulis mengelompokkan pergantian kepada dua faktor: (1) proses pergantian (rutin dan nonrutin) dan (2) asal pengganti (*inside dan outside*). Pasar bereaksi positif signifikan terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin dengan asal pengganti dari dalam (*inside*) perusahaan. Reaksi yang berbeda terjadi pada pengumuman pergantian CEO rutin *outside* dan non rutin *insidedi* mana pengumuman ditanggapi secara negatif dan signifikan. Pasar tidak bereaksi pada pengumuman pergantian CEO non rutin *outside*. Hasil tersebut memperlihatkan bahwa investor di Indonesia bereaksi positif terhadap pergantian CEO rutin *inside* karena investor meyakini bahwa CEO baru akan melanjutkan strategi dan gaya kepemimpinan serta memiliki tingkat ketidakpastian yang lebih rendah. Reaksi negatif terhadap pergantian CEO rutin *outside* disebabkan karena pasar meyakini bahwa suksesor tersebut tidak akan meneruskan strategi CEO sebelumnya dan memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi. Penyebab reaksi negatif pasar terhadap pengumuman pergantian CEO non rutin *inside* adalah CEO pengganti akan melanjutkan gaya kepemimpinan yang lama dan secara bersama-sama bertanggung jawab terhadap kinerja buruk perusahaan.

Kata kunci: pergantian CEO, proses pergantian, asal pengganti.

LATAR BELAKANG

Investor berupaya untuk mencari berbagai informasi relevan yang berkaitan dengan emiten sebelum melakukan tindakan investasinya apakah itu membeli atau menjual saham agar dapat mengurangi risiko yang tidak diinginkan dan memperoleh *return* sesuai yang diharapkan. Informasi yang diperoleh investor akan bernilai jika informasi tersebut ditanggapi oleh para investor yang ditunjukkan dengan tindakan transaksi jual beli saham dan akan tergambarkan pada perubahan harga saham. Perubahan harga saham ini tentunya akan mengubah *return* yang akan diperoleh investor.

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)*.

CEO atau yang juga disebut sebagai Direktur Utama atau Presiden Direktur adalah orang yang menduduki kepemimpinan tertinggi di suatu perusahaan. CEO memiliki wewenang dan tanggung jawab penuh dalam pengurusan dan penentuan kebijakan

yang sesuai dengan kepentingan, maksud dan tujuan perusahaan (UU 40 2007). Oleh karena itu, pengumuman pergantian CEO merupakan informasi yang sangat berguna bagi investor berkaitan dengan keputusan investasi yang akan diambil.

Pengumuman pergantian CEO menjadi suatu sinyal yang diberikan oleh perusahaan bahwa akan ada perubahan dalam pengelolaan perusahaan dengan cara menerapkan peraturan dan prosedur baru, serta perubahan kebijakan yang ditetapkan oleh CEO baru yang diharapkan meningkatkan kinerja perusahaan (Setiawan, 2007). Pengangkatan, pemberhentian, dan penggantian CEO ditetapkan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pengumuman ini dapat diakses secara luas oleh para investor baik melalui media cetak maupun media elektronik.

Pergantian CEO dapat dikategorikan berdasarkan proses dan asal pengganti CEO. Pergantian CEO berdasarkan proses dibagi menjadi 2 yaitu pergantian CEO secara rutin dan non rutin (Pourciau, 1993). Sementara pergantian CEO berdasarkan asal pengganti diklasifikasikan menjadi pengganti yang berasal dari dalam perusahaan (*inside*) dan dari luar perusahaan (*outside*) (Kang dan Shivdasani, 1996).

Penelitian sebelumnya yang menguji reaksi pasar terhadap pergantian CEO memberikan hasil yang tidak konsisten. Warner et al.(1988) telah melakukan penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO periode 1963-1978. Reinganum (1985) juga menyatakan bahwa tidak terdapat *abnormalreturn* disekitar pengumuman. Sedangkan penelitian Weisbach (1988) memperlihatkan bahwa terdapat *abnormal return* positif signifikan pada saat pengumuman pergantian CEO tahun 1977-1980. Hasil serupa juga ditemukan pada penelitian Bonnier dan Brunner (1989); Denis dan Denis (1995); dan Huson et al. (2003).

Penelitian yang dilakukan di Eropa juga memberikan hasil yang tidak konsisten. Penelitian di Inggris dilakukan oleh Dahya dan McConnell (2003) dan Dedman dan Lin (2002). Dahya McConnell(2003) menemukan bahwa para investor di Inggris bereaksi positif terhadap pengumuman karena mereka melihat pergantian CEO tersebut sebagai kabar baik. Sebaliknya, Dedman dan Lin (2000) menyatakan pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman.

Neumann dan Voetmann (1999) telah melakukan penelitian di Denmark terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar (*listing*) di *Copenhagen Stock Exchange* di periode 1994-1998. Hasil penelitian mereka memperlihatkan bahwa terjadi reaksi pasar yang positif terhadap pergantian secara paksa dan reaksi pasar yang negatif terhadap pengunduran diri yang dilakukan secara sukarela.

Hasil penelitian di Australia yang dilakukan oleh Suchard et al. (2001) menunjukkan pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman pergantian CEO. Sementara itu, investor di Jepang bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO (Kang dan Shivdasani, 1996).

Setiawan (2007) menyatakan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO yang berdasarkan seluruh sampel penelitian, tetapi pasar justru bereaksi ketika proses pergantian terjadi secara rutin dan berasal dari dalam perusahaan, atau proses terjadi secara nonrutin dengan asal pengganti dari luar perusahaan.

Oleh karena hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten dan penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO masih sedikit dilakukan di Indonesia, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian serupa untuk mengkonfirmasi penelitian terdahulu yang tidak konsisten tersebut dan untuk mengeksplor bagaimana investor di Indonesia bereaksi terhadap pengumuman

tersebut.

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki serta menganalisis reaksi pasar (investor) terhadap pengumuman pergantian CEO. Pengukuran reaksi pasar 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 (*expected return*) investor dengan *return* yang sesungguhnya (*realized return*).

KAJIAN TEORI

Chief Executive Officer (CEO)

Direksi adalah organ perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar (UU 40 2007 Perseroan Terbatas). Direksi berada pada tingkat puncak atau *top management* disuatu perusahaan.

Manajemen disuatu perusahaan dapat dikelompokkan menjadi tiga tingkatan yakni manajemen lini pertama, manajemen menengah, dan manajemen puncak. Manajemen puncak (*top management*) adalah sekelompok perorangan yang menduduki posisi sebagai CEO (*Chief Executive Officer*), pimpinan dewan (*chairman of the board*), atau presiden (Warner et al.1988).Setiawan (2007) menyatakan bahwa manajer puncak terdiri dari beberapa direksi dan di Indonesia disebut dengan Dewan Direksi. Manajer puncak ini memiliki seorang pemimpin yang disebut dengan istilah Direktur Utama atau Presiden Direktur atau dikenal juga dengan sebutan *Chief Executive Officer* (Setiawan 2007).

Pergantian CEO

Pergantian CEO merupakan salah satu wewenang dan kebijakan yang ditentukan dalam RUPS. Anggaran dasar yang ditentukan oleh RUPS mengatur tata cara pengangkatan, penggantian, dan pemberhentian anggota direksi dan dapat juga mengatur tentang tata cara pencalonan anggota direksi. Keputusan RUPS mengenai pengangkatan, penggantian, dan pemberhentian anggota direksi dan juga menetapkan saat mulai berlakunya pengangkatan, penggantian, dan pemberhentian tersebut (UU 40 2007 Perseroan Terbatas).

Warner et al. (1988) mengartikan pergantian manajemen puncak sebagai transformasi dalam struktur individu yang menjabat sebagai *chief executive officer* (CEO), presiden, atau *chairman of the board*. Neumann dan Voetmann (1999) menyatakan bahwa kinerja perusahaan yang rendah meningkatkan kemungkinan pergantian CEO. Menurut Clayton et al. (2003) hasil keputusan yang berbeda dari tiap anggota RUPS dalam pergantian CEO dapat mengubah jalan perusahaan dan kinerja perusahaan.

Proses Pergantian CEO

Pergantian CEO dapat dilihat berdasarkan proses pergantiannya. Proses pergantian ini ada yang bersifat pergantian sukarela dan pergantian terpaksa. Pergantian CEO tersebut disebabkan oleh bermacam-macam unsur seperti sakit, meninggal dunia, kinerja buruk, habis masa jabatan, tawaran menarik ditempat lain dan alasan-alasan pribadi lainnya. Pourciau (1993) telah mengelompokkan proses pergantian CEO menjadi dua yaitu pergantian CEO secara rutin dan pergantian CEO secara nonrutin.

Pergantian CEO secara rutin adalah proses pergantian yang disusun secara

teratur dan merupakan pergantian yang direncanakan dengan baik (Pourciau, 1993). Pergantian rutin juga dapat terjadi disebabkan masa jabatan CEO lama telah habis. Pergantian CEO dikatakan secara rutin jika sesudah pergantian, CEO lama berada tetap didalam perusahaan memegang posisi sebagai dewan direksi dan terus mengamati jalannya perusahaan (Kang dan Shivdasani, 1996).

Pourciau (1993) menyatakan bahwa pergantian secara nonrutin adalah suatu proses pergantian CEO yang tidak direncanakan dan tidak teratur dikarenakan perusahaan tidak memiliki cukup waktu dan kesempatan untuk memilih calon pengganti CEO. Lebih lanjut Pourciau (1993) mengungkapkan bahwa pergantian CEO secara nonrutin mencakup sebagian besar pengunduran diri, baik pengunduran diri secara sukarela (*voluntary resignation*) dan pengunduran diri karena dipaksa (*forced resignation*).

Clayton et al. (2003) mengelompokkan pergantian CEO sebagai pergantian secara sukarela dan pergantian yang dipaksakan. Clayton et al. (2003) lebih lanjut menjelaskan bahwa pergantian yang dipaksakan terjadi karena CEO dipecat, usia CEO dibawah 60 tahun dan meninggalkan perusahaan bukan karena alasan kesehatan atau bergabung dengan perusahaan lain. Neumann dan Voetman (1999) membuat tiga kriteria untuk mengidentifikasi pergantian yang dipaksakan yaitu CEO pergi meninggalkan perusahaan dan tidak memegang jabatan apa-apa lagi, adanya kesepakatan yang saling menguntungkan antara CEO dan dewan direksi, dan terjadi perubahan organisasi seperti divestasi atau merger.

Definisi alternatif untuk mengelompokkan pergantian CEO secara nonrutin adalah CEO lama tidak berada didalam dewan direksi yang baru dan jika tetap berada didalam dewan direksi dikategorikan sebagai pergantian CEO secara rutin (Kang dan Shivdasani, 1996).

Asal Usul Pengganti CEO

Secara umum, asal usul pengganti CEO telah dikelompokkan oleh Huson et al. (2001) menjadi 2 grup mencakup:

1. Insider CEO

Insider CEO merupakan Direktur Utama atau Presiden Direktur yang telah bekerja di perusahaan sebagai pejabat senior. CEO baru yang telah berada di perusahaan selama satu tahun lebih dan semua direktur yang merupakan karyawan perusahaan dikategorikan pula sebagai *Insider*. Warner et al. (1988) menyatakan bahwa pergantian CEO secara *inside* bisa dilakukan dengan mempromosikan level manajer saat ini yang lebih rendah.

2. Outsider CEO

Outsider CEO diartikan sebagai Direktur Utama atau Presiden Direktur yang berasal dari luar perusahaan, CEO baru yang ditunjuk telah bekerja di perusahaan tersebut selama satu tahun atau kurang, dan semua direktur yang non karyawan perusahaan. Keputusan untuk mempromosikan *insider* atau merekrut *outsider* bergantung pada kemampuan calon *insider* atau *outsider*. *Outsider* tidak akan dipilih kecuali jika ia mampu memberikan perbaikan tambahan lebih baik daripada *insider* karena *outsider* berbiaya mahal ketimbang *insider* (Dalton dan Kesner, 1985)

Dahya dan McConnell (2003) mengelompokkan asal usul pengganti CEO menjadi dua yakni suksesor dari dalam perusahaan (*inside*) dan suksesor dari luar perusahaan (*outside*). Jika CEO baru pernah menjadi anggota dewan direksi, ini dikategorikan sebagai pengangkatan CEO dari dalam perusahaan. Jika tidak, CEO baru tersebut merupakan pengangkatan dari luar.

MacAvoy et al. (dalam Weisbach, 1988) membagi asal pengganti CEO menjadi

tiga bagian, yaitu dari luar (*outside*), dalam (*inside*), dan area abu-abu (*grey*). Pengganti yang bekerja penuh waktu di perusahaan dikelompokkan sebagai pengganti dari dalam. Pengganti yang tidak pernah bekerja pada perusahaan sebelumnya dan tidak memiliki hubungan yang ekstensif dengan perusahaan diklasifikasikan sebagai pengganti dari luar. Pengganti yang bukan merupakan karyawan tetapi memiliki keterikatan dengan perusahaan saat ini dikarenakan adanya hubungan bisnis yang luas dengan perusahaan atau memiliki hubungan kekeluargaan dengan perusahaan dikategorikan ke dalam area abu-abu.

Penunjukkan CEO pengganti, baik dari dalam maupun dari luar perusahaan memiliki kelebihan masing-masing. Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) menjelaskan bahwa mempromosikan pengganti dari dalam memiliki dua keuntungan, yaitu: (1) memiliki pemahaman yang lebih baik mengenai proses dan teknologi spesifik yang dijalankan perusahaan, memiliki pandangan yang lebih jernih mengenai produk, pasar dan kompetisi yang dihadapi, dan hubungan yang dekat dengan klien; (2) memiliki perangkat jaringan sosial yang mana mereka dapat memperoleh informasi internal yang spesifik. Pengganti dari luar perusahaan juga memiliki kelebihannya sendiri yaitu ia dapat membawa perubahan dan kreatifitas yang baru, terutama bila perusahaan membutuhkan pergantian radikal terhadap strategi yang ada (Dherment-Ferere dan Reneboog, 2000).

HIPOTESIS

Investor lebih menghargai calon *inside* pada saat pergantian CEO secara rutin (Setiawan et al. 2011). Calon *inside* tersebut akan melanjutkan strategi manajemen yang sama untuk mempertahankan posisi pasar perusahaan.

CEO yang berasal dari dalam (*inside*) 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. 2003).

Hal ini menyiratkan bahwa pengganti dari luar perusahaan tidak memiliki pengetahuan spesifik dan tidak lebih baik dari pihak dalam terhadap kondisi perusahaan sesungguhnya. Dengan demikian, dikhawatirkan bahwa *outsider* tidak akan menjalankan strategi yang serupa dengan CEO sebelumnya.

Jika perusahaan memilih untuk mengambil dari luar, hal itu akan menimbulkan biaya yang potensial bagi perusahaan dibandingkan jika memilih dari dalam perusahaan (Warner et al. 1988). Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1: Terdapat reaksi pasar yang positif atas pengumuman pergantian CEO *inside* secara rutin.

H2: Terdapat reaksi pasar yang negatif atas pengumuman pergantian CEO *outsider* secara rutin.

Investor mempersepsikan bahwa proses nonrutin terkait dengan gaya kepemimpinan baru yang berbeda dengan CEO sebelumnya (Kang dan Shivdasani, 1996). Oleh karena itu calon yang lebih sesuai harus berasal dari *outside* organisasi.

Pasar cenderung bereaksi negatif terhadap pergantian CEO nonrutin *inside* (Setiawan, 2007). Hal ini karena sebagai calon *inside*, CEO baru tersebut dipersepsikan secara bersama-sama bertanggung-jawab terhadap kinerja perusahaan yang buruk. Hal ini juga dipercaya bahwa CEO baru tersebut akan mengikuti pendekatan yang sama atau gaya manajemen sebelumnya yang memimpin perusahaan.

Dengan adanya pihak dari luar, diharapkan dapat menambah *human capital* bagi perusahaan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan terutama ketika kinerja

manajemen rendah (Warner et al. 1988). Oleh karena itu, hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

H3: Terdapat reaksi pasar yang negatif terhadap pengumuman pergantian CEO *inside* secara nonrutin.

H4: Terdapat reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman pergantian CEO *outside* secara nonrutin.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Data yang digunakan didalam penelitian ini terdiri dari: 1) Data perusahaan yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI). 2) Data tanggal pengumuman pergantian *Chief Executive Officer* (CEO). 3) Data harga saham harian masing-masing perusahaan dan harga pasar saham.

Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling* yaitu suatu proses *nonprobabilistik sampling* dimana peneliti memilih sampel berdasarkan kehendak peneliti karena karakteristik sampel yang unik (Cooper dan Schindler, 2011). Perusahaan yang terpilih menjadi sampel harus memenuhi kriteria sebagai berikut : 1) Perusahaan yang terdaftar (*listed*) di BEI periode 1 Januari 2005-30 September 2013. 2) Perusahaan yang mengumumkan pergantian CEO pada periode 1 Januari 2005-30 September 2013. 3) Perusahaan tidak mengumumkan pengumuman lain yang bisa menjadi *confounding effect* sepanjang periode pengamatan seperti dividen saham, *right issue*, *stock split*, saham bonus, ganti nama, merger dan akuisisi dan laporan keuangan. 4) Tersedianya data tanggal pengumuman dan harga penutupan masing-masing saham serta dapat diidentifikasi dengan jelas.

Sumber data dalam penelitian ini merupakan data sekunder dengan periode pengamatan mulai 1 Januari 2005 sampai 30 September 2013. Sumber data yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut: 1) Data perusahaan yang terdaftar di BEI berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* dan situs resmi *Indonesia Stock Exchange* idx.co.id. 2) Data tanggal pengumuman pergantian Direktur Utama (CEO) berasal dari surat kabar harian Kompas dan Bisnis Indonesia serta media online reuters.com, kompas.com, okezone.com, indonesiafinancetoday.com, detik.com, antaranews.com, jpnn.com, liputan6.com, kontan.co.id, wartaekonomi.co.id, viva.co.id, dan swa.co.id tahun 2005-2013. 3) Data harga saham harian masing-masing perusahaan dan harga pasar saham diperoleh dari situs Yahoo Finance. Harga saham harian yang dipakai adalah harga penutupan karena harga tersebut merupakan harga yang telah ditetapkan oleh pasar.

Pengukuran Variabel

Studi ini akan mengamati reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO yang tercermin pada *abnormal return*. Pergantian CEO dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu pergantian CEO berdasarkan proses pergantian dan asal penggantinya.

Pergantian CEO berdasarkan proses pergantian dibagi pula menjadi dua yakni pergantian CEO secara rutin dan nonrutin. Pergantian CEO secara rutin merupakan proses pergantian yang dilaksanakan oleh perusahaan secara terstruktur dan teratur serta merupakan proses pergantian yang direncanakan dengan baik oleh perusahaan. Pergantian CEO rutin terjadi karena masa jabatan telah habis dan CEO yang digantikan menjabat sebagai anggota direksi.

Pergantian CEO nonrutin merupakan proses pergantian yang tidak

direncanakan, tidak teratur, dan perusahaan tidak memiliki waktu dan kesempatan yang memadai untuk menentukan calon suksesor CEO. Pergantian CEO nonrutin terjadi dikarenakan oleh pengunduran diri baik secara sukarela maupun terpaksa seperti CEO dipecat, usia CEO dibawah 60 tahun dan meninggalkan perusahaan bukan karena alasan kesehatan atau bergabung dengan perusahaan lain dan umumnya pergantian CEO secara nonrutin terkait dengan performa perusahaan yang buruk.

Studi ini mengelompokkan lagi pergantian CEO berdasarkan asal calon pengganti CEO. Suksesor CEO dapat berasal dari dalam (*inside*) dan dari luar perusahaan (*outside*). CEO yang berasal dari dalam perusahaan adalah Direktur Utama atau Presiden Direktur yang telah bekerja di perusahaan sebagai pejabat senior, berada di perusahaan selama satu tahun lebih dan semua direktur yang merupakan karyawan perusahaan. CEO yang berasal dari luar perusahaan adalah Direktur Utama atau Presiden Direktur yang berasal dari luar perusahaan, telah bekerja di perusahaan tersebut selama satu tahun atau kurang, dan semua direktur yang non karyawan perusahaan. Keputusan untuk mempromosikan CEO yang berasal dari dalam perusahaan atau merekrut yang berasal dari luar perusahaan bergantung pada kemampuan calon tersebut.

Pengukuran yang digunakan didalam penelitian adalah menggunakan *abnormal return* untuk melihat reaksi pasar. Untuk melihat bagaimana pasar bereaksi, peneliti menggunakan *abnormal return* sebagai alat ukurnya. Pada studi ini, peneliti mengamati reaksi secara harian para pelaku pasar. Dengan demikian, pengamatan yang dilakukan adalah *abnormal return* perhari sepanjang periode pengamatan. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* realisasi (*actual return*) terhadap *return* yang diharapkan (*expected return*).

Apabila tingkat *return* realisasi terjadi lebih besar daripada tingkat *return* yang diharapkan investor, keadaan ini berarti *abnormal return* positif. Sebaliknya *abnormal return* negatif terjadi apabila tingkat *return* yang sesungguhnya terjadi lebih kecil daripada tingkat *return* ekspektasi.

Perhitungan *abnormal return* dengan menggunakan *market adjusted model*. Peneliti memilih untuk menggunakan model tersebut dan tidak menggunakan model yang lainnya karena untuk menghindari beta yang belum tentu signifikan.

Teknik Analisis Data

Hipotesis secara keseluruhan didalam penelitian ini akan diuji dengan menggunakan program SPSS 17.0 melalui penggunaan uji-t. Alat uji ini berguna untuk menguji secara statistik apakah *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman pergantian CEO berbeda secara signifikan dengan nol atau tidak. Uji ini menggunakan tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%. Pengujian dua sisi (*two-tailed*) yakni sebelah kanan dan kiri digunakan untuk menguji hipotesis penelitian dan model empiris standarisasi *abnormal return* yang digunakan didalam penentuan nilai t hitung.

1. Menentukan H_0 dan H_a
 $H_0 = AR = 0$
 $H_a = AR \neq 0$
2. Menentukan tingkat signifikansi. Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi sebesar 1%, 5%, dan 10%
3. Menentukan kriteria pengujian:
 H_0 diterima bila : $-t \text{ tabel} \leq t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$
 H_0 ditolak bila : $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ atau $t \text{ hitung} < -t \text{ tabel}$
4. Menghitung nilai t-hitung dari sampel

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

$\text{SAR}_{i,t}$ = *abnormal return* standarisasi sekuritas *i* pada waktu *t*

k = jumlah sampel

5. Membandingkan nilai *t*-hitung dengan *t*-tabel. Keputusan yang diambil untuk menerima atau menolak H_0 adalah dengan melihat nilai *t* hitung dibandingkan dengan *t* tabel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini akan memaparkan dan membahas hasil penelitian dan pengujian hipotesis yang diajukan didalam penelitian. Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris terkait reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO yang tercermin pada *abnormal return*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di BEI rentang waktu 1 Januari 2005 sampai dengan 30 September 2013. Berdasarkan data *abnormal return* yang telah diperoleh, selanjutnya dilakukan peninjauan selama periode jendela yakni 11 hari.

Tabel 1 Hasil Pengumpulan Data

Pergantian CEO	(<i>non Confounding Effect</i>)	(<i>Confounding Effect</i>)
Rutin Inside	10	3
Rutin Outside	4	1
Non Rutin Inside	31	4
Non Rutin Outside	10	6
Total	55	14

<i>Confounding Effect</i>	Jumlah
Dividen	10
Ganti Nama	1
Obligasi	1
Laporan Keuangan	1
Penawaran Umum Terbatas	1

Berdasarkan seluruh sampel penelitian rentang waktu 1 Januari 2005 hingga 30 September 2013, peneliti memperoleh 69 sampel penelitian. Jumlah tersebut termasuk sampel yang terdapat *confounding effect* didalamnya. *Confounding effect* yang diperoleh sejumlah 14 pengumuman pergantian CEO. Dari 14 pengumuman tersebut diantaranya terdapat 10 pengumuman dividen.

Sampel yang memenuhi kriteria didalam pemilihan sampel berjumlah 55 pengumuman pergantian CEO. Untuk pengumuman pergantian CEO rutin *inside* dan rutin *outside* diperoleh sebesar 10 dan 4 pengumuman secara berturut-turut. Untuk pergantian CEO non rutin *inside* diperoleh sejumlah 31 pengumuman. Adapun pengumuman pergantian CEO non rutin *outside* didapati sebanyak 10 pengumuman.

Pengujian Hipotesis Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Inside*

Pengujian hipotesis didalam penelitian ini menggunakan uji *t* untuk menguji signifikansi *abnormal return* sampel penelitian pada periode jendela 11 hari pengamatan antara *t*-5 sampai dengan *t*+5. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa

rata-rata *abnormal return* tersebut secara statistik berbeda secara signifikan dengan nol, dengan tingkat signifikan 1%, 5%, dan 10%. Pengujian dilakukan dengan dua sisi (*two-tailed*) sebelah kanan dan kiri. Pengambilan kesimpulan dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel.

Berdasarkan tabel 2 dibawah ini terlihat bahwa selama 11 hari periode pengamatan terdapat reaksi positif dan negatif signifikan pada tingkat signifikansi 1% dan 5%. Pasar bereaksi negatif signifikan pada waktu t-3 dengan rata-rata *abnormal return* sebesar -0.01809 dan nilai t-hitung -2.314. Nilai tersebut berada pada tingkat signifikansi 5%. Pasar juga terlihat bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian CEO rutin *inside* di saat t-2 dan t+1. Rata-rata *abnormal return* dua hari sebelum pengumuman sebesar 0.01523 dengan nilai t-hitung 2.175 dan rata-rata *abnormal return* satu hari setelah pengumuman sebesar 0.00824 dengan nilai t-hitung 2.304.

Hal ini menyiratkan bahwa pasar bereaksi negatif pada hari ke-3 sebelum pengumuman dapat dikarenakan oleh terjadinya kebocoran informasi yang masih belum pasti apakah suksesor CEO berasal dari dalam (*inside*) atau dari luar (*outside*). Reaksi positif pasar terhadap pengumuman pergantian CEO rutin *inside* pada hari ke-2 sebelum pengumuman bisa terjadi karena adanya kebocoran informasi. Informasi tersebut tampaknya telah meyakinkan investor bahwa calon CEO pengganti berasal dari dalam (*inside*). Pasar bereaksi positif dihari pengumuman namun tidak signifikan. Akan tetapi, pasar bereaksi positif signifikan dihari ke-1 sesudah pengumuman. Apa yang berlaku dihari ke-1 tampaknya terjadi karena pasar sedikit lambat didalam merespon pengumuman. Reaksi positif ini terjadi karena investor meyakini bahwa CEO pengganti tersebut akan melanjutkan strategi manajemen dan gaya kepemimpinan yang sama untuk mempertahankan posisi perusahaan serta memiliki tingkat ketidakpastian yang lebih rendah karena adanya pergantian CEO.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis pertama yang diajukan peneliti terdukung dan dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pergantian *Chief Executive Officer* secara rutin *inside*. Hal ini juga dapat diartikan bahwa pengumuman pergantian CEO secara rutin *inside* tersebut memiliki kandungan informasi yang berarti bagi investor.

Tabel 2 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Inside* Berdasarkan *Average Abnormal Return*

Rutin Inside CEO		
Hari	AAR	t-hitung
t-5	-0.00121	-0.24
t-4	0.00805	1.116
t-3	-0.01809	-2.314**
t-2	0.01523	2.175*
t-1	0.00063	0.21
t0	0.00025	0.083
t+1	0.00824	2.304**
t+2	0.00018	0.051
t+3	0.00035	0.184
t+4	0.00138	0.197

t+5	-0.00157	-0.438
-----	----------	--------

N= 10

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

Peneliti disini selain menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO berdasarkan *average abnormal return* (AAR), juga melakukan analisis reaksi pasar dengan menguji *cummulative abnormal return* (CAR). *Abnormal return* dikumulatifkan sebanyak 5 periode dengan cara mengkumulatifkan AAR1 hari sebelum pengumuman sampai dengan 1 hari sesudah pengumuman, 2 hari sebelum pengumuman hingga 2 hari sesudah pengumuman, dan seterusnya. Analisis reaksi pasar dengan menggunakan CAR ini bertujuan untuk melihat kecenderungan pasar bereaksi disekitar periode jendela.

Berdasarkan tabel 3 dibawah ini dapat dinyatakan bahwa pasar bereaksi positif signifikan pada periode 2 hari sebelum hingga 2 hari sesudah pengumuman pergantian CEO rutin *inside*. Nilai CAR pada periode tersebut adalah sebesar 0.02453 dengan nilai t-hitung 2.707 yang signifikan pada level 10%

Hal ini memperkuat untuk mendukung hipotesis pertama yang menyatakan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman pergantian CEO rutin *inside*. Dengan demikian, dari tabel tersebut dapat disimpulkan pula bahwa pengumuman pergantian CEO rutin *inside* membawa kandungan informasi yang berarti dan sekaligus sebagai kabar baik bagi investor.

Tabel 3 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Inside* Berdasarkan *Cummulative Abnormal Return*

Rutin Inside CEO		
Periode	CAR	t-hitung
tmin1 - tplus1	0.00912	1.47
tmin2 - tplus2	0.02453	2.707*
tmin3 - tplus3	0.00679	0.658
tmin4 - tplus4	0.01622	1.488
tmin5 - tplus5	0.1345	0.938

N= 10

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

Pengujian Hipotesis Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Outside*

Hasil uji-t yang tertera pada tabel 4 menjelaskan bahwa selama periode jendela, pasar bereaksi negatif signifikan di hari t0 dan di t+4 pengumuman pergantian CEO rutin *outside*. Rata-rata *abnormal return* di hari pengumuman adalah sebesar -0.01567 dengan nilai t-hitung -2.663 yang signifikan pada tingkat 10%. Adapun rata-rata *abnormal return* di hari keempat sesudah pengumuman adalah sebesar -0.0166 dengan nilai t-hitung -2.589 yang juga signifikan pada level 10%.

Berdasarkan tabel 4 di bawah ini, dapat dikatakan bahwa tidak terjadi kebocoran informasi dihari-hari sebelum pengumuman. Pasar bereaksi negatif signifikan ketika pengumuman tersebut diumumkan dipublik dan pasar secara lambat kembali bereaksi yang sama dihari keempat pengumuman. Hal ini mengimplikasikan bahwa investor merespon secara negatif signifikan terhadap pengumuman pergantian CEO rutin *outside*.

Reaksi negatif ini terjadi karena investor mempersepsikan bahwa CEO pengganti dari luar tidak memiliki pengetahuan spesifik dan tidak lebih baik dari pihak dalam terhadap kondisi perusahaan sesungguhnya. Investor juga memiliki kekhawatiran bahwa

CEO pengganti dari luar tidak akan menjalani strategi yang sama dengan CEO sebelumnya. Pasar meyakini bahwa pergantian rutin dengan pengganti berasal dari luar (*outside*) adalah kabar berita yang buruk, karena calon pengganti tersebut membuat ketidakpastian yang lebih besar ketimbang calon CEO pengganti dari dalam. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan oleh peneliti terdukung dan dapat disimpulkan pula bahwa pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi yang berarti dan kabar buruk bagi para investor.

Tabel 4 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Outside* Berdasarkan *Average Abnormal Return*

Rutin Outside		
Hari	AAR	t-hitung
t-5	-0.00835	-1.67
t-4	0.00237	0.118
t-3	-0.00146	-0.147
t-2	-0.01971	-0.956
t-1	0.00647	1.803
t0	-0.01567	-2.663*
t+1	0.00941	1.238
t+2	-0.01766	-1.109
t+3	0.01437	1.058
t+4	-0.0166	-2.589*
t+5	0.00309	0.313

N= 4

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

Peneliti berupaya untuk memperkuat dukungan terhadap hipotesis dua penelitian. Akan tetapi, berdasarkan tabel 5 yang disajikan dibawah ini menyatakan bahwa pasar bereaksi negatif di empat periode pengamatan namun tidak signifikan. Ini mengindikasikan bahwa pasar cenderung tidak menanggapi pengumuman pergantian CEO rutin *outside* jika analisis yang digunakan adalah dengan menggunakan CAR.

Dengan mengamati tabel 4 dan tabel 5 tersebut juga dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi negatif signifikan hanya pada hari-hari tertentu disekitar tanggal pengumuman dan tidak bereaksi negatif signifikan diperiode yang dikumulatikan. Hal ini bisa terjadi karena pengumuman pergantian CEO rutin *outside* tidak mengalami kebocoran informasi sehingga pasar tidak tampak bereaksi dihari sebelum pengumuman. Dengan mengkumulatikan *abnormal return* sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman, pasar tidak terlihat bereaksi negatif signifikan diperiode pengamatan.

Tabel 5 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Rutin *Outside* Berdasarkan *Cummulative Abnormal Return*

Rutin Outside CEO		
Periode	CAR	t-hitung

tmin1 - tplus1	0.00021	0.015
tmin2 - tplus2	-0.03715	-1.335
tmin3 - tplus3	-0.02425	-1.025
tmin4 - tplus4	-0.03848	-2.319
tmin5 - tplus5	-0.04373	-2.108

N= 4

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

Pengujian Hipotesis Pengumuman Pergantian CEO Non Rutin *Inside*

Tabel 6 dibawah ini memaparkan pengujian hipotesis terhadap pengumuman pergantian CEO non rutin *inside*. Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa *return* saham mengalami penurunan signifikan pada t+1, t+3,t+4 dan t+5 pengumuman jika dibandingkan dengan *return* yang diperoleh pasar. Hal ini terlihat karena rata-rata *abnormal return* pada periode tersebut mengalami nilai yang negatif. Pasar terlihat dari tabel bereaksi negatif dihari pengumuman, akan tetapi reaksi tersebut tidak signifikan. Reaksi negatif signifikan justru terjadi dihari-hari setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi keterlambatan reaksi dari investor didalam menanggapi informasi yang terkait dengan pergantian CEO non rutin *inside*.

Pada hari pertama sesudah pengumuman, rata-rata *abnormal return* adalah sebesar -2.02758 dengan nilai t-hitung -15.058 (signifikan 1%). Untuk rata-rata *abnormal return* pada hari ketiga dan keempat sesudah pengumuman adalah sebesar -0.00846 dan -0.00656 dengan nilai t-hitung -2.744 (signifikan 5%) dan -2.237 (signifikan 5%). Rata-rata *abnormal return* di hari kelima sesudah pengumuman adalah sebesar -1.87484 dengan nilai t-hitung -14.762 (signifikan 1%). Dengan demikian, tampak bahwa pasar bereaksi negatif signifikan pada t+1, t+3, t+4, dan t+5.

Reaksi negatif tersebut terjadi karena pasar mempersepsikan bahwa CEO pengganti yang berasal dari dalam tersebut bersama-sama bertanggung-jawab terhadap kinerja perusahaan yang buruk. Hal ini juga dipercaya bahwa CEO baru tersebut akan mengikuti gaya kepemimpinan dan pendekatan yang sama dengan CEO yang memimpin sebelumnya. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga yang diajukan didalam penelitian terdukung dan pengumuman pergantian CEO secara non rutin *insidememiliki* kandungan informasi yang berarti dan merupakan kabar buruk bagi investor.

Tabel 6 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Non Rutin *Inside*
Berdasarkan *Average Abnormal Return*

Non Rutin Inside		
Hari	AAR	t-hitung
t-5	-0.00639	-1.158
t-4	0.00177	0.431
t-3	-0.00038	-0.07
t-2	0.00401	1.515
t-1	0.00675	1.001
t0	-0.00514	-0.943
t+1	-2.02758	-15.058***
t+2	-0.0042	-1.147

t+3	-0.00846	-2.744**
t+4	-0.00656	-2.237**
t+5	-1.87484	-14.762***

N= 31

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

Tabel 7 menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif signifikan diseluruh periode pengamatan yang arahnya sesuai dengan hipotesis yang diajukan, akan tetapi reaksi negatif tersebut tidak signifikan. Dengan mencermati tabel 6 yang menguji berdasarkan AAR dan tabel 7 yang menguji berdasarkan CAR, tampak bahwa pasar bereaksi negatif signifikan hanya pada hari sesudah pengumuman pergantian CEO non rutin *inside* dan tidak bereaksi dihari sebelum pengumuman.

Berdasarkan argumentasi diatas, dapat disimpulkan bahwa pengumuman pergantian CEO non rutin *inside* dengan penggunaan CAR tidak berhasil memperkuat dukungan terhadap hipotesis tiga yang diajukan peneliti. Hal ini dapat terjadi dikarenakan tidak terdapatnya kebocoran informasi pengumuman pergantian CEO non rutin *inside* kepada publik dan pasar bereaksi ketika pengumuman telah dipublikasikan ke khalayak umum.

Tabel 7 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Non Rutin *Inside* Berdasarkan *Cummulative Abnormal Return*

Non Rutin Inside CEO		
Periode	CAR	t-hitung
tmin1 - tplus1	-0.01083	-1.072
tmin2 - tplus2	-0.01101	-1.151
tmin3 - tplus3	-0.01986	-1.627
tmin4 - tplus4	-0.02465	-1.665
tmin5 - tplus5	-0.01864	-1.092

N= 31

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

Pengujian Hipotesis Pengumuman Pergantian CEO Non Rutin *Outside*

Pengujian hipotesis terakhir adalah pengumuman pergantian CEO non rutin *outside*. Berdasarkan tabel 8 tampak bahwa selama 11 hari periode pengamatan, mulai dari t-5 hingga t+5 tidak satu haripun pasar bereaksi signifikan. Dengan demikian dapat diambil suatu kesimpulan bahwa pasar tidak menanggapi informasi terkait pengumuman pergantian CEO non rutin *outside* dan juga dapat diartikan bahwa pengumuman tersebut tidak memiliki kandungan informasi berguna bagi investor.

Pasar justru cenderung menanggapi secara negatif walaupun tidak signifikan. Hal ini dapat terjadi karena calon pengganti yang berasal dari luar (*outside*) tidak sesuai dengan ekspektasi investor yang mengharapkan CEO yang lebih berkualitas dibanding CEO terdahulu. Pasar tampaknya meyakini bahwa CEO pengganti yang berasal dari luar tidak memiliki kapabilitas yang cukup baik dalam menambah *human capital* bagi perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan.

Tabel 8 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Non Rutin *Outside* Berdasarkan *Average Abnormal Return*

Non Rutin Outside		
Hari	AAR	t-hitung
t-5	-0.00315	-0.322
t-4	0.04001	1.255
t-3	-0.00688	-0.931
t-2	-0.01162	-0.419
t-1	0.00503	0.639
t0	-0.00451	-0.328
t+1	0.03551	1.512
t+2	-0.00968	-0.949
t+3	-0.02245	-0.886
t+4	0.02168	1.359
t+5	-0.0249	-0.986

N= 10

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

Tabel 9 menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif diempat periode pengamatan namun reaksi ini tidak signifikan. Hipotesis keempat yang diajukan pada penelitian inipun tidak berhasil terdukung baik dengan menggunakan AAR maupun CAR. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pengumuman pergantian CEO non rutin *outside* tidak membawa kandungan informasi yang berarti bagi investor.

Tabel 9 Hasil Uji-T Terhadap Pengumuman Pergantian CEO Non Rutin *Outside* Berdasarkan *Cummulative Abnormal Return*

Non Rutin Outside CEO		
Periode	CAR	t-hitung
tmin1 - tplus1	0.03603	1.158
tmin2 - tplus2	0.01473	1.104
tmin3 - tplus3	-0.01461	-0.445
tmin4 - tplus4	0.04709	1.011
tmin5 - tplus5	0.01903	0.687

N= 10

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

KESIMPULAN

Penelitian ini, yang menguji kandungan informasi dengan menggunakan *abnormal return*, memperlihatkan hasil yang menarik. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi secara signifikan sejalan dengan hipotesis yang diajukan kecuali pada hipotesis keempat yaitu pengumuman pergantian CEO non rutin *outside*. Pasar bereaksi positif signifikan terhadap pengumuman pergantian CEO secara rutin yang berasal dari dalam (*inside*) perusahaan. Reaksi ini terjadi karena investor mempersepsikan bahwa CEO pengganti akan meneruskan strategi manajemen yang sama untuk mempertahankan posisi perusahaan dan memiliki tingkat ketidakpastian yang lebih rendah.

Pasar bereaksi negatif ketika pergantian CEO secara rutin yang berasal dari luar perusahaan. Reaksi negatif ini terjadi karena pasar mempersepsikan bahwa pergantian rutin dengan pengganti berasal dari luar (*oustide*) adalah kabar berita yang buruk, karena calon pengganti tersebut membuat ketidakpastian yang lebih besar ketimbang calon CEO pengganti dari dalam. Investor mempersepsikan bahwa CEO pengganti dari luar tidak memiliki pengetahuan spesifik dan tidak lebih baik dari pihak dalam terhadap kondisi perusahaan sesungguhnya. Reaksi negatif juga terjadi ketika pergantian CEO secara non rutin yang berasal dari dalam. Reaksi negatif ini terjadi karena investor percaya bahwa CEO baru tersebut akan mengikuti gaya kepemimpinan dan pendekatan yang sama dengan CEO yang memimpin sebelumnya dan mempersepsikan bahwa CEO pengganti yang berasal dari dalam tersebut bersama-sama bertanggung-jawab terhadap kinerja perusahaan yang buruk.

Hasil penelitian mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan di Indonesia seperti Setiawan (2007) dan Setiawan (2008) yang menyatakan bahwa investor Indonesia menyukai pergantian yang sesuai, yakni pergantian secara rutin dengan CEO pengganti berasal dari dalam dan investor bereaksi negatif apabila proses pergantian adalah rutin *outside*. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mengkonfirmasi penelitian yang dilakukan Warner et al. (1998) dan Reinganum (1985) yang menyatakan bahwa tidak terdapat *abnormal return* disekitar pengumuman dan Setiawan et al (2011) yang menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi signifikan disekitar tanggal pengumuman yang mengukur dalam bentuk volume perdagangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A.J. 2003. *Investments*. 5th ed. United states of America: McGraw-Hill.
- Brigham, E.F., and Ehrhardt, M.C. 2011. *Financial Management*. 13th ed. United States of America: South-Western Cengage Learning.
- Clayton, M. J., Hartzell, J.C., and Rosenberg, J. 2003. The Impact CEO Turnover on Firm Volatility. (On-line) Available <http://www.ssrn.com>.
- Cooper, D.R., And Schindler, P.S. 2011. *Business Research Methods*. 7th ed. Singapore: McGraw Hill.
- Dahya, J., and Mc Connell, J.J. 2003. Outside directors and Corporate Board Decisions. Paper, Presented at 63th Annual Meeting American Finance Association at Washington DC, 3-5 January 2003.
- Dahya, J., Mc Connell, J.J., and Travlous, N.G. 2002. "The Cadburry Committee, Corporate Turnover and Top Management Turnover". *Journal of Finance* 57:461-483.
- Dalton, D. R. and I. F. Kesner 1985. Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: An empirical assessment. *Academy of Management Journal*, 28, 749-762.
- Dedman, E., and Lin S. W-J. 2003. Shareholders Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from The UK. *Annual Meeting 63rd American Finance Association at Washington DC*: 3-5.
- Denis, D.J., and Denis, D.K. 1995. Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, Vol. L, No. 4: 1029-1057.

- Dherment-Ferere, I., and Renneboog, L. 2000. Share Price Reaction to CEO Resignations Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies. *Center for Economic Research*, No. 2000-70. Available <http://www.ssrn.com>.
- Fama, E.F. 1970. "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance* 25:383-417.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall.
- Huson, M.R., Malatesta, P.H., and Parrino, R. 2001. Managerial Succession and Firm Performance. *Department of Finance & Management Science, Faculty of Business, University of Alberta, Canada*. Available <http://www.ssrn.com>.
- Kang, Joo-Koo, and Shivdasani, A. 1996. Does The Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from The Stock-Price Effect of Top Management Turnover. *The Review of Financial Studies* Winter Vol. 9, No. 4: 1061-1095.
- Neumann, R., and Voetmann, T. 1999. CEO Turnovers and Corporate Governance: Evidence from The Copenhagen Stock Exchange. Paper presented at 26th. *Annual Meeting of The European Finance Association a Vassa, Finland, 25-28 August 1999*.
- Pourciau, S. 1993. Earnings Management and Nonroutine Executive Changes. *Journal of Accounting and Economics* 16: 317-336.
- Setiawan, D. 2007. Variabilitas Return Saham di Sekitar Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 22, 2 : 180-196.
- Setiawan, D. 2008. An Analysis Of Market Reaction To CEO Turnover Announcement: The Case In Indonesia. *International Business & Economics Research Journal* February 2008, Volume 7, Number 2: 119-128.
- Setiawan, D., Hananto, S.T., and Kee, P.L. 2011. An Analysis Of Market Reaction To Chief Executive Turnover Announcement In Indonesia: Trading Volume Approach. *Journal of Business & Economics Research* November 2011, Volume 9, Number 11: 63-72.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Warner, J.B., Watts, R.L., and Wruck, K.H. 1988. Stock Prices and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics* 20: 461-492.
- Weisbach, M.S. 1988. Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.