

**PENGARUH PERGANTIAN CEO TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN  
YANG TERMASUK DALAM INDEKS LQ 45 PERIODE 2007-2012**

**CEO TURNOVER EFFECT ON STOCK COMPANY RETURN THAT WAS  
INSIDED INDEX LQ45 PERIOD 2007-2012**

**Ni Wayan Kustami**

**Prodi S1 Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom**  
[wavankustami@telkomuniversity.ac.id](mailto:wavankustami@telkomuniversity.ac.id)

**Brady Rikumahu, SE., MBA**

**Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom**

---

**Abstrak**

Pola perilaku harga saham menentukan pola *return* yang diterima dari saham tersebut. Harga saham tidak hanya dipengaruhi profit perusahaan semata melainkan dipengaruhi oleh banyak faktor salah satunya adalah pergantian pimpinan perusahaan (CEO). Pengumuman pergantian CEO adalah salah satu *corporate action* yang dilakukan oleh intern emiten. Reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan yang dapat diukur dengan *abnormal return*. *Abnormal return* diperoleh dengan *market adjusted model* dengan periode pengamatan 5 hari sebelum peristiwa dan 5 hari sesudah peristiwa.

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk memperoleh bukti empiris terkait pengaruh pengumuman pergantian CEO terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel dipilih dengan menggunakan *purposive sampling method* dan diperoleh 12 sampel selama periode 2007 - 2012. Penelitian ini menggunakan metode *event study*. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t, yaitu dengan membandingkan *t-hitung* dengan *t-table*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pergantian CEO. Pengujian hipotesis dengan uji t memperoleh hasil yang tidak signifikan selama periode penelitian.

Kata Kunci: pergantian CEO, reaksi pasar.

---

**Abstrac**

The patter of stock price behavior determine the pattern of returns received from a stock. Stock price was not only effected by profit of a company, but they were influenced by many factors, one of which is a change of company leadership (CEO). Announcement of CEO turnover is one of the corporate actions performed by internal issuers. Market reaction may be represented by a change in the price of relevant securities which may be measured by abnormal return. Abnormal return was obtained by market adjusted model with observation period 5 days before and 5 days after the event.

This research was conducted with the aim to obtain empirical evidence related to the effect of announcement CEO turnover on stock returns of companies listed in Indonesia Stock Exchange. The sample was selected by using purposive sampling method and obtain 12 samples during period 2007 – 2012. This Study used event study method. Hypothesis testing was done by using t test, by comparing t-test with t-table.

The results of this study showed that market did not react to announcement of CEO turnover. Testing the hypothesis with t-test results are not significant during the study period.

Keywords : CEO turnover, market reaction

---

## 1. Pendahuluan

### 1.1 Latar Belakang

Manajer puncak merupakan tingkatan tertinggi dalam manajemen. Jabatan ini meliputi presiden dan wakil presiden disebut juga *Chief Executive Officer* (CEO) atau Direktur Utama. Eksekutif tertinggi ini yang mengelola keseluruhan organisasi. CEO (Direktur Utama) bertugas untuk mencapai tujuan organisasi, strategi keseluruhan, dan kebijakan operasional. CEO juga memiliki tanggung jawab untuk membuat keputusan mengenai berbagai aktivitas, sehingga CEO (Direktur Utama) merupakan bagian dari manajemen yang memegang peran penting terhadap penentuan strategis perusahaan.

Pergantian CEO merupakan kejadian yang penting dalam siklus kehidupan perusahaan. Pergantian CEO akan mempengaruhi keputusan investor dalam menanamkan investasinya dalam perusahaan. Hal ini berkaitan dengan kinerja perusahaan sebelumnya dan harapan investor terhadap perusahaan dimasa yang akan datang.

Beberapa contoh yang menggambarkan hal tersebut dapat dilihat pada Tabel 1.1

Tabel. 1. Harga Saham Perusahaan

NO	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL PENGUMUMAN	HARGA SAHAM		%
			SEBELUM PENGUMUMAN	SETELAH PENGUMUMA	
1	PT. Astra Agro Lestari Tbk	16 Mei 2007	14.850,00	14.700,00	-1,5
2	PT. Aneka Tambang Tbk	26 Juli 2008	2.450,00	2.475,00	0,25
3	PT. Bank Mandiri Tbk	05 Juli 2010	5.750,00	5.800,00	0,5
4	PT. Perusahaan Gas Negara Tbk	13 Juni 2008	2.850,00	2.920,00	0,7
5	PT. United Tractors Tbk	21 Mei 2007	7.200,00	7.500,00	3

Sumber : Hasil Olahan Penulis

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang secara konsisten masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 dan melakukan pergantian CEO selama periode 2007-2012, maka diperoleh jumlah sampel sebanyak 12 perusahaan dengan rincian yang dapat dilihat pada lampiran.

### 1.2 Tujuan

- Untuk mengetahui dan menjelaskan pergerakan *return* sebelum pergantian CEO
- Untuk mengetahui dan menjelaskan pergerakan *return* sesudah pergantian CEO
- Untuk mengetahui dan menjelaskan apakah terdapat CAAR yang signifikan pada pergantian CEO.

## 2. Dasar Teori dan Metodologi

### a. Efisiensi Pasar

Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan resiko dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya harga-harga yang ada di pasar merupakan cerminan informasi yang ada. Suatu pengumuman dikatakan mempunyai kandungan informasi bila menyebabkan perubahan penilaian investor tentang probabilitas distribusi *return* masa depan dari suatu sekuritas. Adanya kandungan informasi ini tercermin dari perubahan harga ekulibrium harga pasar suatu sekuritas.

### b. Saham

Difinisi saham adalah tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. (Darmadji & Fakhruddin, 2012:5) <sup>[1]</sup>

### c. Return Saham

*Return* adalah keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu, dan instansi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukannya.

#### 1. Return Realisasi

*Return* realisasian atau return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. (Hartono, 2009: 558) <sup>[2]</sup> atau dapat dihitung dengan rumus:

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

## 2. Return Ekspektasi

Return ekspektasi atau *return* harapan dapat ditentukan dengan menggunakan berbagai teknik, tiga model berikut secara luas digunakan untuk menentukan *return* harapan dalam rangka menguji efisiensi pasar. Ketiga model ini ditunjukkan oleh Brown dan Warner pada tahun 1980 (Tandelilin, 2010: 225) <sup>[3]</sup> yaitu :

- *Mean-adjusted returns*
- *Market-adjusted returns*
- *Market model return*

## 3. Abnormal Return (AR)

Return tak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian, sebagai berikut:

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

## 4. Average Abnormal Return (AAR)

*Average abnormal return* merupakan rata-rata *abnormal return* (AR) dari semua jenis saham yang sedang dianalisis secara harian, yang dapat dihitung dengan rumus :

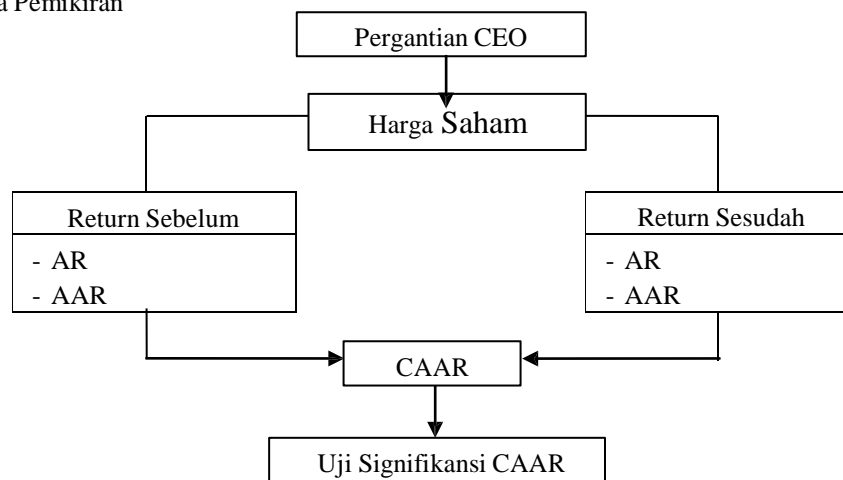
$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

## 5. Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)

*Cumulative average abnormal return* merupakan kumulatif harian AAR mulai dari hari pertama sampai dengan hari-hari berikutnya, yang dapat dihitung dengan rumus :

$$CAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k CAAR_{it}}{k}$$

### d. Kerangka Pemikiran



### e. Hipotesis Penelitian

H1: Terdapat CAAR yang signifikan pada pergantian CEO

## 3 Metode Penelitian

Penelitian ini dikategorikan sebagai studi peristiwa (*event study*) yaitu studi yang menyelidiki respons pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman. Respons pasar tersebut tercermin dari *abnormal return*. (Tandelilin, 2010: 565) <sup>[3]</sup> Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode deskriptif analisis dan metode verifikatif. Variabel pada penelitian ini adalah *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR). *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) merupakan kumulatif harian AAR mulai dari hari pertama sampai dengan hari-hari berikutnya.



#### 4. Pembahasan

##### Return Saham

Dari data harga saham yang telah dikumpulkan, dan dari hasil perhitungan *return* realisasi atau *return* sesungguhnya serta perhitungan *return* ekspektasi, sehingga *abnormal return* dapat diperoleh dengan menghitung selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian (Jogiyanto, 2009:557). Hasil perhitungan *abnormal return* masing-masing perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1 Hasil Perhitungan  
*Abnormal Return (AR)* Sebelum dan Sesudah Pergantian CEO

NO	KODE EMITEN	<i>Abnormal Return Harian (AR<sub>i,t</sub>)</i>										
		t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t1	t2	t3	t4	t5
1	AALI	-	0,0057	-0,0013	-0,0041	-0,0002	-0,0229	0	-0,0274	-0,0001	0,0190	-0,0114
2	ANTM	-	0,0225	-0,0052	0,0037	0,0080	-0,0228	-0,0048	0,0080	-0,0001	-0,0123	-0,0114
3	ASII	-	0,0128	-0,0103	-0,0100	-0,0103	0,0675	0,0428	-0,0510	0,0126	0,0092	-0,0085
4	BBCA	-	0,0256	-0,0103	0,0099	-0,0030	-0,0127	0,0078	-0,0188	-0,0037	0,0089	0,0035
5	BDMN	-	-0,0343	-0,0369	0,0250	0,0032	0,0017	-0,0104	-0,0231	0,0020	0,0116	-0,0037
6	BMRI	-	-0,0117	0,0099	-0,0115	-0,0162	0,0067	-0,0116	-0,0143	0,0040	0,0165	0,0373
7	INCO	-	-0,0130	-0,0459	-0,0170	-0,0170	-0,0131	-0,0196	-0,0068	0,0135	-0,0179	-0,0478
8	INCO	-	-0,0086	0,0166	0,0260	-0,0175	-0,0185	-0,0054	0,0076	-0,0209	0,0100	-0,0199
9	PGAS	-	-0,0068	-0,0131	0,0177	-0,0002	0,0079	0,0211	-0,0122	-0,0223	-0,0072	-0,0139
10	PTBA	-	0,0006	0,0017	0,0063	-0,0107	-0,0112	-0,0291	0,0111	-0,0048	0,0096	0,0147
11	TLKM	-	0,0077	-0,0053	-0,0357	0,0369	0,0047	-0,0095	0,0206	-0,0146	0,0101	-0,0206
12	TLKM	-	-0,0058	-0,0219	-0,0065	0,0003	-0,0089	0,0287	0,0105	-0,0027	0,0080	-0,0062
13	UNSP	-	-0,0005	-0,0166	-0,0279	-0,0721	-0,1349	0,0223	0,0398	0,1196	0,0215	0,0085
14	UNTR	-	-0,0175	-0,0235	-0,0264	0	-0,0106	0,0453	-0,0389	-0,0084	0,0017	-0,0079

Sumber : Hasil Olahan Penulis

Dari table 4.1 dapat dilihat *abnormal return* terendah dimiliki oleh PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP) pada waktu pengumuman pergantian CEO (t0) dengan nilai *abnormal return* sebesar -0,1349 dan *abnormal return* tertinggi dimiliki oleh PT Astra International Tbk (ASII) pada waktu pengumuman pergantian CEO (t0) dengan nilai *abnormal return* sebesar 0.0675.

Dari hasil perhitungan *abnormal return* diatas, dilanjutkan dengan perhitungan *Average Abnormal Return (AAR)*. *Average abnormal return (AAR)* merupakan rata-rata *abnormal return (AR)* dari semua jenis saham yang sedang dianalisis secara harian . Hasil perhitungan *average abnormal return (AAR)* dapat dilihat pada tabel 4.2

Tabel 4.2  
*Average Abnormal Return (AAR)*

Hari	AAR
t-5	-
t-4	-0,0017
t-3	-0,0116
t-2	-0,0036
t-1	-0,0071
t0	-0,0119
t1	0,0055
t2	-0,0068
t3	0,0053
t4	0,0063
t5	-0,0062

Sumber : Hasil Olahan Penulis

*Average abnormal return* (AAR) menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif, dari keseluruhan jenis saham pada hari-hari tertentu selama *window periode* (Samsul, 2006: 277). Berdasarkan Tabel 4.4 dapat dilihat *average abnormal return* periode sebelum sampai sesudah pergantian CEO. Dari hasil yang diperoleh *average abnormal return* sebagian besar menunjukkan hasil yang negatif, dimana *average abnormal return* terendah terjadi pada saat pengumuman pergantian CEO ( $t_0$ ) dengan nilai sebesar -0,0119. Sedangkan sesudah pergantian CEO *average abnormal return* sebagian besar positif yang terjadi pada 1 hari, 3 hari dan 4 hari sesudah pengumuman pergantian CEO, dengan *average abnormal return* tertinggi terjadi pada periode empat hari sesudah pergantian CEO ( $t_4$ ) dengan nilai sebesar 0.0062.

Perhitungan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) diperoleh dengan mengakumulasikan AAR pada hari ke- $t$ , yaitu mulai hari  $t-5$  sampai dengan  $t+5$ . *Cumulative average abnormal return* untuk setiap harinya diperiode peristiwa dapat dilihat di tabel 4.3.

Tabel 4.3  
*Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR)

Hari	CAAR
t-5	-
t-4	-0,0017
t-3	-0,0132
t-2	-0,0169
t-1	-0,0239
0	-0,0358
t1	-0,0303
t2	-0,0371
t3	-0,0318
t4	-0,0255
t5	-0,0317

Sumber : Hasil Olahan Penulis

Dari Tabel 4.5 dapat dilihat bahwa CAAR menghasilkan nilai yang negatif, mengidentifikasi bahwa investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengumuman pergantian CEO. CAAR terendah terdapat pada periode dua hari setelah pengumuman pergantian CEO ( $t_2$ ) dengan nilai sebesar -0,0371.

#### 4.1 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis secara keseluruhan menggunakan uji t dilakukan dengan cara standarisasi dari nilai *average abnormal return*. Standarisasi yang dilakukan adalah dengan membagi nilai *average abnormal return* dengan nilai kesalahan standar estimasinya. Kesalahan standar estimasi merupakan kesalahan standar pada waktu mengestimasi nilai *abnormal returnnya*. *Abnormal return* yang telah distandarisasi merupakan nilai  $t$ -hitung setiap sekuritas.

Kesalahan standar estimasi didasarkan pada deviasi standar *abnormal return* hari ke- $t$  secara *cross-section* untuk selama peristiwa. Hasil perhitungan kesalahan standar estimasi dapat dilihat pada Tabel 4.4

Tabel 4.4  
Kesalahan Standar Estimasi (KSE)

Hari	KSE
t-5	-
t-4	0.0083
t-3	0.0087
t-2	0.0101
t-1	0.0120
0	0.0217
t1	0.0199
t2	0.0127
t3	0.0179
t4	0.0059
t5	0.0100

Sumber : Hasil Olahan Penulis

Dari hasil perhitungan *Average Abnormal Return* dan Kesalahan Standar Estimasi diatas sehingga t- hitung dapat dihitung dengan membagi *Average Abnormal Return* dengan Kesalahan Standar Estimasi. Hasil perhitungan t-hitung serta pengujiannya dapat dilihat pada Tabel 4.5

Tabel 4.5  
Hasil Perhitungan t-hitung dan Pengujian *Abnormal Return*

Hari	t-hitung	Keterangan
t-5	-	-
t-4	-0,2048	Tidak Signifikan
t-3	-1,3333	Tidak Signifikan
t-2	-0,3564	Tidak Signifikan
t-1	-0,5917	Tidak Signifikan
0	-0,5484	Tidak Signifikan
t1	0,4622	Tidak Signifikan
t2	-0,5354	Tidak Signifikan
t3	0,2961	Tidak Signifikan
t4	1,0678	Tidak Signifikan
t5	-0,6200	Tidak Signifikan

Sumber : Hasil Olahan Penulis

Hasil pengujian pada tabel 4.5 menunjukkan bahwa selama periode peristiwa pengumuman pergantian CEO menghasilkan t-hitung yang sebagian besar bernilai negatif dengan nilai terendah terdapat pada t-3 dengan hasil perhitungan sebesar -1,3333. Namun periode setelah pengumuman pergantian CEO, t-hitung sebagian besar bernilai positif yaitu pada t1, t3 dan t4 dengan nilai tertinggi sebesar 1,0678 yang terdapat pada empat hari setelah pengumuman pergantian CEO (t4).

Pengujian hipotesis menggunakan pengujian dua sisi (*two-tailed*) dengan tingkat signifikansi sebesar 5% dan *degree of freedom*  $n-1=14-1=13$  maka diperoleh t-tabel sebesar 2,16. Bila t-hitung dibandingkan dengan t-tabel maka nilai t-hitung tidak ada yang lebih kecil dari -t-tabel dan nilai t-hitung juga tidak ada yang lebih besar dari t-tabel, sehingga  $H_0$  diterima yaitu tidak terdapat CAAR yang signifikan pada pergantian CEO.

## 5. Kesimpulan

- Average abnormal return* (AAR) sebelum pergantian CEO menunjukkan pergerakan yang naik turun, dimana nilai terendah terdapat pada tiga hari sebelum pergantian CEO (t-3) dan nilai tertinggi terdapat pada empat hari sebelum pergantian CEO (t-4). Dilihat secara keseluruhan nilai *average abnormal return* (AAR) sebelum pergantian CEO menunjukkan hasil yang negatif.
- Average abnormal return* (AAR) sesudah pergantian CEO menunjukkan pergerakan yang cukup signifikan, dimana nilai terendah terdapat pada dua hari sesudah pergantian CEO (t2) dan nilai tertinggi terdapat pada empat hari sesudah pergantian CEO (t4). Sedangkan pada hari kedua (t2) dan hari kelima (5) sesudah pergantian CEO *average abnormal return* (AAR) memperoleh hasil yang negatif. Dilihat secara keseluruhan nilai *average abnormal return* (AAR) sesudah pergantian CEO menunjukkan hasil yang sebagian besar positif.
- Cumulative average abnormal return* (CAAR) yang dihasilkan periode lima hari sebelum pergantian CEO dan lima hari sesudah pergantian CEO memperoleh hasil yang bernilai negatif. Pada hari keempat sebelum pergantian CEO sampai dua hari sesudah pergantian CEO CAAR yang dihasilkan mengalami penurunan dari -0,0017 sampai -0,0371 dan nilai ini merupakan nilai terendah selama periode pengamatan. Nilai CAAR yang negatif mengidentifikasikan bahwa investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengumuman pergantian CEO. Selama periode peristiwa pengumuman pergantian CEO menghasilkan t-hitung yang sebagian besar bernilai negatif dengan nilai terendah sebesar -1,3333. Namun periode setelah pengumuman pergantian CEO, t-hitung sebagian besar positif yaitu pada t1, t3 dan t4 dengan nilai tertinggi sebesar 1,0678 yang terdapat pada periode empat hari setelah pengumuman pergantian CEO (t4).

**Daftar Pustaka**

- [1] Darmadji & Fakhruddin (2012). *Pasar Modal di Indonesia*. (Edisi Tiga). Jakarta : Salemba Empat.
- [2] Hartono, Jogiyanto. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi Keenam). Yogyakarta: BPFE.
- [3] Hartono, Jogiyanto. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. (Edisi Ketujuh). Yogyakarta: BPFE.
- [4] Samsul, Mohamad. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga
- [5] Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio & Investasi Teori dan Aplikasi*. (Edisi Pertama). Jogkajarta : Kanisius.
- [6] Tandelilin, Eduardus. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. (Edisi Pertama). Yogyakarta : BPFE.