

KESAN PERTUKARAN KETUA PEGAWAI EKSEKUTIF DAN PENGARAH URUSAN KE ATAS HARGA SAHAM DI MALAYSIA BAGI TAHUN 2005 DAN 2006

Anwary Syuhaily binti Rosly
Kolej Universiti Poly-Tech MARA Kuala Lumpur
anwary@gapps.kptm.edu.my

ABSTRAK

Kajian ini dibuat untuk mengkaji perubahan pengurusan tertinggi terhadap harga saham di dalam sesebuah syarikat. Kertas ini hanya memfokuskan kepada perubahan Ketua Pegawai Eksekutif dan Pengarah Urusan. Isu lain yang turut dilihat ialah adakah pertukaran pengurusan tertinggi ini yang datang sama ada dari dalam organisasi atau dari luar organisasi akan memberikan kesan berbeza terhadap harga saham. Sampel bagi kajian ini terdiri daripada 62 syarikat pada tahun 2005 sehingga 2006 dan menggunakan analisis t-test untuk melihat perubahan bagi kedua-dua jawatan tertinggi ini. Hasil kajian mendapati pasaran bertindak negatif yang signifikan pada sebelum perubahan bagi kedua-dua jawatan ini di isytiharkan. Pasaran juga bereaksi negatif pada penggantian pengurusan tertinggi yang datangnya dari luar organisasi, ini bermakna pasaran Malaysia lebih memilih penggantian KPE atau PU yang datangnya dari dalam organisasi.

Keywords; *Ketua Eksekutif, Pengarah Urusan, Saham.*

1. PENGENALAN

Lembaga pengarah memainkan peranan penting di dalam Tadbir urus Korporat sesebuah firma terutama dalam memantau pengurusan tertinggi. Tugas utama lembaga pengarah adalah memilih dan menyelia Ketua Pegawai Eksekutif (KPE) dan Pengarah Urusan (PU) yang berkeelayakan dan berkebolehan. Para 4.19 bahagian 2, *Malaysia Code On Corporate Governance* (2000), menyatakan tugas KPE dan bersama-sama dengan pegawai atasan adalah untuk menjalankan aktiviti perniagaan seharian dan mengawal prestasi syarikat mengikut polisi, strategi dan piawaian korporat yang telah ditetapkan oleh lembaga pengarah. Dengan kata lain, sebarang tindak tanduk mereka akan memberi implikasi kepada prestasi syarikat. Oleh itu sudah tentu mereka akan sering diperhatikan oleh pemegang saham bagi memastikan pulangan yang tinggi. Jadi pemilihan KPE dan PU sesebuah syarikat yang tepat menyebabkan tadbir urus yang baik dalam sesebuah syarikat.

Kesan Pertukaran Ketua Pegawai Eksekutif dan Pengarah Urusan ke atas Harga Saham di Malaysia bagi Tahun 2005 dan 2006

Perubahan ke atas kedudukan pengurusan tertinggi ini menarik perhatian ramai penyelidik. Kajian pertama mengenai pertukaran KPE dan prestasi firma telah dibuat seawal 1980 an (Brickley, 2003). KPE dan PU yang bertindak umpama agen kepada pemegang saham (prinsipal) dan diberikan amanah untuk menguruskan syarikat. Oleh kerana itu, KPE dan PU memainkan peranan yang penting di dalam syarikat dan memberikan impak yang sangat ketara ke atas prestasi syarikat apabila berlakunya perubahan pengurusan tertinggi ini.

Faktor-faktor yang menyebabkan perubahan pengurusan tertinggi ini terjadi apabila pengurus berhenti, bersara, meninggal dunia ataupun di buang kerja. Perubahan ini akan memberikan kesan terhadap harga saham di sekitar pengumuman. Harga saham akan bertindak-balas di atas segala perubahan di dalam organisasi. Ini termasuklah percantuman, pengambilalihan, penggabungan, pemecahan saham dan apa sahaja berita mengenai organisasi akan memberikan impak kepada harga saham (Ku Nor Izzah, 1992).

2. PERNYATAAN MASALAH

KPE dan PU adalah jawatan yang tertinggi di dalam syarikat. Perubahan kepada kedua-dua jawatan ini akan memberi impak kepada strategi dan hala tuju syarikat. Pengisian salah satu jawatan tertinggi yang baru ini akan mengubah strategi syarikat dan dengan ini dapatlah memperbaiki keputusan pelaburan yang tidak mendatangkan keuntungan yang telah dibuat oleh KPE dan PU sebelum ini (Weishbech, 1995). Di samping itu ianya dapat meningkatkan lagi kawalan dalaman (Denis dan Dennis, 1995), seterusnya, akan meningkatkan nilai sesebuah syarikat.

Apabila berlakunya perubahan KPE dan PU ianya juga akan menyebabkan perubahan pengurusan syarikat. Terutama apabila jawatan baru ini dipegang oleh orang luar. Pengurusan baru ini akan membuat perubahan ke atas polisi syarikat, penstrukturan semula, organisasi syarikat, undang-undang, perubahan peluang pelaburan dan pelbagai lagi. Perubahan ini mungkin sesuatu yang baik, tidak baik atau tidak memberikan apa-apa impak kepada syarikat. Perubahan yang baru ini dijangkakan akan mempertingkatkan prestasi dan nilai sesebuah firma (Setiawan, 2008). Banyak kajian yang telah dibuat di barat dan memberikan keputusan yang tidak konsisten. Kajian oleh Weisbach (1988), Denis dan Denis (1995), dan Huson, Paul dan Robert (2003) menemui hubungan positif antara reaksi pasaran dan pengumuman perubahan KPE. Manakala, Reinganum (1985) dan Warner, Watts dan Wruck (1988) tidak menemui apa-apa reaksi pasaran. Di United Kingdom, Dahyaa dan McConnel (2003) membuktikan bahawa pasaran bereaksi positif kepada

perubahan pengumuman
sekitar tarikh pengumuman

Berbeza dengan
dilaporkan oleh Kan
kajian melaporkan
pulangan. . Walaul
pengurusan tertinggi
KPE dan PU ini,
Perubahan dari dal
syarikat (Setiawan,
dalaman lebih meng
luar. Menurut Dhe
yang datangnya dar
yang lebih baik dan
persaingan dan hu
beliau mempunyai
mendapat informas
apabila KPE adalah

Namun
bahawa KPE dan
terutamanya apab
prestasi yang lema
dari luar organisa
(Farrel dan Whidb
akan membawa w

3. OBJEKTIF KAJIAN

1. Untuk m
berita pe
2. Untuk m
datang
(outsider

4. SIGNIFIKAN

Kajian ini memb
syarikat. Perubal

perubahan pengumuman KPE. Pulangan yang positif ini telah dilaporkan di sekitar tarikh pengumuman.

Berbeza dengan kajian di atas, dua kajian yang serupa di Asia telah dilaporkan oleh Kang dan Shidasani (1996) dan Setiawan (2008). Kedua-dua kajian melaporkan perhubungan yang positif antara perubahan KPE dan pulangan. Walaubagaimanapun penerimaan pasaran kepada perubahan pengurusan tertinggi ini juga adalah bergantung kepada dari mana datangnya KPE dan PU ini, samada dari dalam organisasi atau dari luar organisasi. Perubahan dari dalaman dikatakan lebih memberi kesan kepada pulangan syarikat (Setiawan, 2008). Ini kerana pelabur percaya KPE atau PU dari dalaman lebih mengetahui syarikat dengan lebih baik dibandingkan dari orang luar. Menurut Dherment-Ferere dan Reneboog (2000) kelebihan KPE atau PU yang datangnya dari dalam organisasi adalah (i) beliau mempunyai wawasan yang lebih baik dan lebih memahami situasi dalaman, kondisi, produk, pasaran, persaingan dan hubungan dengan pelanggan bagi sesebuah firma, dan (ii) beliau mempunyai hubungan sosial yang lebih baik yang membolehkan beliau mendapat informasi yang khusus. Oleh sebab itu keputusan adalah positif apabila KPE adalah dari dalaman atau sebaliknya.

Namun begitu, ada juga yang mempertikaikan dan berpendapat bahawa KPE daripada luar organisasi dapat mengekalkan imej syarikat terutamanya apabila syarikat sedang menghadapi masalah kewangan atau prestasi yang lemah. Lembaga pengarah lebih cenderung untuk memilih KPE dari luar organisasi sekiranya prestasi syarikat berada dalam keadaan lemah (Farrel dan Whidbee, 2003). Di samping itu, KPE atau PU dari luar organisasi akan membawa wawasan yang baru kepada syarikat.

3. OBJEKTIF KAJIAN

1. Untuk mengkaji harga saham di Malaysia bertindak balas dengan berita perubahan pengurusan tertinggi
2. Untuk mengkaji adakah perubahan pengurusan tertinggi ini yang datang dari dalam organisasi (insider) atau dari luar organisasi (outsider) memberi kesan kepada harga saham.

4. SIGNIFIKAN KAJIAN

Kajian ini memberi fokus kepada Perubahan KPE dan PU di dalam sesebuah syarikat. Perubahan kedudukan pengurusan tertinggi ini dapat memberikan

Kesan Pertukaran Ketua Pegawai Eksekutif dan Pengarah Urusan ke atas Saham di Malaysia bagi Tahun 2005 dan 2006

impak kepada harga saham, pendapatan dan tahap kecairan sesebuah syarikat di sekitar masa pengumuman perubahan tersebut.

Di Malaysia, kajian mengenai perubahan pengurusan ke atas harga saham, pendapatan dan tahap kecairan syarikat masih kurang. Kajian tentang perubahan pengurusan ini banyak dijalankan di negara-negara lain. Antaranya di Amerika Syarikat, (Coughlan dan Schmidt 1985; Reinganum, 1985; Weishbach, 1988; Denis-Denis 1995; Huson, Malatesta dan Parrino, (2003); Warner, Watts dan Wruck 1988), United Kingdom, (Conyon, 1998, Conyon dan Florou, 2002, Dedman dan Lin, 2002; Dahya dan McConnell, 2003); Perancis, (Dherment-Ferere dan Luc Renneboog, 2002), Australia (Richard Sing dan Bar, 2001), Jepun, (Kang dan Shivdasani, 1996), China, (Firth, Fung dan Rui, 2006) dan Indonesia, (Setiawan, 2008).

Kajian ini bertujuan untuk menentukan kesan terhadap harga saham syarikat akibat daripada perubahan pengurusan yang dijalankan dari tahun 2005 hingga 2006. Kajian yang dijalankan adalah ke atas syarikat-syarikat awam yang tersenarai di Bursa Malaysia.

Kajian ini akan memberikan hubungan di antara pengumuman perubahan pengurusan dan turun naik harga saham pada sebelum pengumuman, hari pengumuman dan selepas pengumuman. Kajian ini juga dapat menyelidik hubungan di antara reaksi pasaran terhadap pengumuman perubahan pengurusan. Pasaran mungkin akan bereaksi positif atau sebaliknya di sekitar hari pengumuman perubahan KPE dan PU. Walaupun kajian menunjukkan perhubungan yang positif antara harga saham dan pertukaran KPE dari dalam syarikat namun hasil sebaliknya mungkin diperolehi jika pasaran mendapati bahawa KPE baru yang dilantik dari dalam mungkin turut bertanggungjawab dengan prestasi yang buruk.

5. TEORI YANG MENDASARI

Teori Perakaunan Positif

Berdasarkan kepada Watts dan Zimmerman (1978) objektif Teori Perakaunan Postif (TPP) ialah untuk menerangkan dan meramalkan fenomena yang berlaku atau yang bakal berlaku. Disebabkan kegagalan Teori Normatif untuk menerangkan dan meramalkan praktis perakaunan menyebabkan perlunya ada TPP untuk menerangkan dan meramalkan fenomena perakaunan ini. Teori Normatif ialah sesuatu amalan yang telah dinyatakan dengan jelas dan hasilnya juga telah dinyatakan. Di mana Teori Normatif ini tidak menilai praktis

perakaunan yang sedemikian kaedah empirikal.

Di dalam Teori Kajian Pasaran Mod perakaunan. Di perakaunan yang perubahan polisi perakaunan baru mengambil perakaunan untuk polisi perakaunan saham.

KPM paradigma di dalam menggambarkan s pulangan luarbiasa lemah, bentuk se harga saham pa saham lepas atau harga saham diperolehi oleh bila masa men tidak diperolehi

Bagi meramalkan p ramai parti, co Firma terbent akan memilih Sekiranya tid seperti kos pe

Kor Teori agensi pihak agen dan Mecklin dengan pihak pihak prinsip saham. KP dengan ma kontrak ini

perakaunan yang sedia ada dan tidak berdasarkan kepada pemerhatian atau kaedah empirikal.

Di dalam TPP ini mempunyai dua peringkat perkembangan iaitu (i) Kajian Pasaran Modal (KPM) dan (ii) menjelaskan dan meramalkan praktis perakaunan. Di dalam KPM menerangkan impak daripada informasi perakaunan yang diumumkan terhadap harga saham dan kesan daripada perubahan polisi perakaunan terhadap harga saham. Apabila KPE atau PU baru mengambil alih sesebuah syarikat mereka akan memilih kaedah perakaunan untuk mengatur keuntungan di dalam syarikat. Ini menyebabkan polisi perakaunan berubah dan seterusnya akan memberi kesan kepada harga saham.

KPM menggunakan Hipotesis Kecekapan Pasaran (HKP) sebagai paradigma di dalam ekonomi kewangan. HKP ialah di mana harga saham menggambarkan sepenuhnya pada informasi yang diperolehi, oleh itu tiada pulangan luarbiasa. HKP boleh diberi kepada tiga bentuk iaitu bentuk yang lemah, bentuk separuh kuat dan bentuk yang kuat. Bentuk yang lemah di mana harga saham pada bila-bila masa menggambarkan sepenuhnya pada harga saham lepas atau informasi perniagaan lepas, bagi bentuk separuh kuat di mana harga saham pada bila-bila masa menggambarkan pada informasi yang diperolehi oleh orang ramai dan bagi bentuk kuat ialah harga saham pada bila-bila masa menggambarkan sepenuhnya pada semua informasi termasuk yang tidak diperolehi oleh orang ramai.

Bagi peringkat perkembangan kedua pula menjelaskan dan meramalkan praktis perakaunan. Firma ialah perhubungan kontrak dengan ramai parti, contohnya seperti pekerja, pembekal, bank dan pemegang saham. Firma terbentuk untuk meminimumkan kos kontrak antara parti ini. Firma akan memilih polisi perakaunan yang boleh mengurangkan kos kontrak. Sekiranya tidak pengurus dikehendaki menanggung kos ini. Kos kontrak seperti kos perundingan dan kos pengawalan prestasi.

Kontrak antara agen dan prinsipal di namakan sebagai teori agensi. Teori agensi ini di definisikan sebagai perhubungan antara dua pihak, di mana pihak agen bersetuju untuk bertindak bagi pihak kedua iaitu prinsipal. Jensen dan Meckling (1976) menerangkan hubungan antara satu pihak (prinsipal) dengan pihak yang satu lagi (agen) untuk melaksanakan perkhidmatan bagi pihak prinsipal. KPE dan PU adalah agen kepada prinsipal iaitu Pemegang saham. KPE atau PU diberi amanah untuk menjalankan pegurusan syarikat dengan matlamat memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Di bawah kontrak ini prinsipal diberikan kuasa untuk membuat keputusan.

Di sini wujudnya keadaan di mana prinsipal dan agen akan cuba untuk memaksimakan kepentingan dan kekayaan masing-masing dengan apa cara sekalipun. Agen akan cuba menambahkan insentif yang mereka dapat contohnya menambahkan saiz perbelanjaan syarikat atau penggunaan kereta syarikat. Apabila wujudnya keadaan ini, masalah agensi timbul dan ini menyebabkan konflik di antara prinsipal dan agen dan seterusnya mewujudkan kos agensi. Kos agensi adalah nilai ringgit yang bersamaan dengan pengurangan di dalam kebajikan bagi prinsipal disebabkan oleh perbezaan kepentingan di antara agensi dan prinsipal. Jensen dan Meckling telah membahagikan kos agensi kepada tiga iaitu, kos pemantauan, kos mengikat dan *residual loss*.

6. SOROTAN KAJIAN LALU

Faktor Menyebabkan Perubahan Pengurusan Syarikat

Perubahan pengurusan disebabkan oleh pelbagai alasan. Kebanyakan perubahan pengurusan disebabkan oleh persaraan, kematian, muflis, penggabungan syarikat dan prestasi syarikat yang kurang baik. Umumnya, faktor yang menyebabkan perubahan pengurusan ini boleh dikategorikan kepada faktor dalaman dan luaran. Faktor dalaman adalah disebabkan oleh prestasi syarikat yang kurang memuaskan, ciri-ciri lembaga pengarah dan saiz perniagaan. Manakala faktor luaran adalah seperti risiko kewangan, persekitaran yang tidak tetap dan kekurangan sumber. Disebabkan oleh alasan ini, isu perubahan KPE dan PU memberikan impak kepada prestasi syarikat di Malaysia.

Berdasarkan kepada Firth, Yung dan Rai (2006), Mereka telah membentuk perubahan KPE di dalam analisis kajian mereka kepada dua jenis iaitu perubahan normal dan perubahan paksaan. Perubahan normal termasuklah persaraan pada umur yang sepatutnya, tamat kontrak dan Perletakan jawatan disebabkan kesihatan. Manakala bagi perubahan paksaan pula termasuk perletakan jawatan tanpa sebab, perletakan jawatan sebelum tamat kontrak, perletakan jawatan disebabkan masalah peribadi, perletakkan jawatan untuk meningkatkan tadbir urus korporat, perletakan jawatan disebabkan penglibatan dalam kes undang-undang dan sebab-sebab lain yang menyebabkan penyingkiran.

Menurut Dahiya dan Yermack (2008) perletakan jawatan adalah tindakan yang dilakukan oleh KPE ketika di pertengahan kerjaya yang mana dijangkakan akan memilih kerjaya lain dan berkemungkinan berpindah ke firma lawan. Bagi persaraan, adalah melihat kepada umur KPE atau kombinasi

umur dan tahun berkhidmat. Ini dibuktikan oleh Murphy (1999) menemui 30% KPE yang berumur lebih 64 akan meninggalkan jawatannya jika dibandingkan dirinya semasa muda. Bagi Kematian pula melambangkan sesuatu yang tidak wujud, risiko pendedahan moral dari segi isu-isu yang berkaitan dengan pemergian KPE daripada firma tanpa menghiraukan kemungkinan eksekutif berpindah kerja.

Warner et.al (1988), memberi definisi mengenai pelbagai kategori peralihan KPE. Namun begitu, ada juga KPE yang sudah bersara dan meletakkan jawatan tetapi masih menjalankan tugas sebagai ahli lembaga pengarah atau penasihat. Pemberhentian KPE ini mungkin disebabkan oleh perbezaan polisi, faktor kesihatan, perubahan pemilikan saham majoriti dan mungkin juga disebabkan mempunyai peluang dan faedah yang lebih baik di syarikat yang lain.

Prestasi syarikat yang lemah akan menyebabkan perubahan KPE dan PU. Nadler (2007) mengatakan, apabila KPE berhenti disebabkan oleh masalah prestasi, syarikat akan merekrut seseorang yang lebih baik dari yang sebelum ini. Lembaga pengarah meletakkan keyakinan kepada KPE yang baru di atas faktor kesamaan dilemma yang dihadapi oleh syarikat dengan masalah-masalah yang berjaya dihadapi sebelumnya. Tetapi, berlainan masalahnya jika KPE yang dipilih kurang berkelayakan dan tidak mampu untuk menyelesaikan masalah tersebut, maka, KPE tersebut mempunyai empat pilihan; (1) keengganan untuk berubah, di mana beliau akan ditukarkan; (2) menyedari bahawa tindakan yang seterusnya memerlukan beliau mempelajari kemahiran-kemahiran yang baru; (3) menghadkan peranan beliau untuk mengimbangi kekurangan; atau (4) membariskan pengganti yang berkelayakan bagi mengisi peranan yang disandang oleh penjawat sekarang ini. McEachern (1977) mengkaji 96 syarikat yang diambil secara rawak di dalam Forbes 500 pada tahun 1972. Hasil kajian menunjukkan KPE akan memegang jawatan yang lama di dalam syarikat yang mempunyai prestasi yang baik. Syarikat pula akan menukar KPE pada empat tahun berikutnya atau lebih disebabkan oleh penurunan pendapatan.

Gilson, (1989) telah mengkaji kesan daripada perubahan pengurusan syarikat US yang akan muflis, walau kajian ini mengandungi profil yang terperinci mengenai pemberhentian eksekutif, analisis beliau berguna dalam memahami hubungan di antara tanda-tanda yang akan terjadi di atas pembubaran syarikat dan perubahan pengurusan. Menurut Schwarts dan Menon, (1985) pengurus mungkin akan diberhentikan apabila sesebuah syarikat hampir muflis. Dengan menggunakan sampel sebanyak 134 syarikat yang diisytiharkan muflis dan dipadankan dengan 134 syarikat yang tidak

Kesan Pertukaran Ketua Pegawai Eksekutif dan Pengarah Urusan ke atas Harga Saham di Malaysia bagi Tahun 2005 dan 2006

muflis untuk tempoh 1962 sehingga 1974. Mereka mendapati 45% daripada syarikat yang muflis menukar KPE.

Perubahan KPE dan PU juga disebabkan oleh pengambilalihan syarikat. Strategi pengambilalihan syarikat ini boleh dibahagikan kepada pencantuman, penggabungan, pengambilalihan aset dan pengambilalihan saham. Pencantuman terjadi apabila sebuah firma mengambilalih semua aset dan liabiliti dari firma lain, di mana firma jual tidak wujud lagi selepas itu. Penggabungan pula terjadi apabila kedua-dua firma hilang taraf korporat dan membentuk sebuah firma lain. Pengambilalihan aset terjadi apabila sebuah firma membeli aset sebuah firma yang lain dan pengambilalihan saham pula terjadi apabila saham dibeli (Ku Nor Izah, 1992). Comment (1985) telah membuat kajian ke atas KPE pada tahun 1975 hingga 1980 mengenal pasti 687 syarikat yang akan di ambil alih. Beliau menemui 36% KPE diberhentikan selepas pencantuman syarikat dan 46% KPE berhenti selepas penawaran tender yang berjaya, di mana ini adalah sangat signifikan daripada kadar biasa iaitu 13%. Martin dan McConnel (1991) juga melaporkan iaitu peralihan KPE yang tinggi pada tahun selepas penawaran tender yang berjaya di mana mereka menemui 55.7% peralihan KPE pada tahun pertama dan 28.2% peralihan KPE untuk tahun yang kedua.

Kesan Perubahan Pengurusan Ke Atas Harga Saham Syarikat

Definisi Hipotesis Pasaran Kecekapan (HPK) ialah apa-apa berita atau kejadian yang boleh memberi kesan kepada harga saham yang mana tidak diketahui pada keadaan semasa dan oleh itu akan bertindak secara rambang di masa hadapan. HPK ialah di mana harga saham menggambarkan sepenuhnya pada informasi yang diperolehi, oleh itu tiada pulangan luarbiasa. HPK boleh diberi kepada tiga bentuk iaitu bentuk yang lemah, bentuk separuh kuat dan bentuk yang kuat. Bentuk yang lemah di mana harga saham pada bila-bila masa menggambarkan sepenuhnya pada harga saham lepas atau informasi perniagaan lepas, bagi bentuk separuh kuat di mana harga saham pada bila-bila masa menggambarkan pada informasi yang diperolehi oleh orang ramai dan bagi bentuk kuat ialah harga saham pada bila-bila masa menggambarkan sepenuhnya pada semua informasi termasuk yang tidak diperolehi oleh orang ramai.

KPE dan PU adalah satu jawatan yang paling berpengaruh di dalam sesebuah organisasi. Oleh sebab itu, pengumuman salah satu jawatan tertinggi ini akan memberikan kesan terhadap harga saham. Pengumuman berita yang luar biasa tidak kira apa sebab sekalipun akan mempengaruhi kelakuan pelabur dan peniaga di dalam bursa saham.

Kesan Pertukaran Ketua Pegawai Eksekutif dan Pengarah Urusan ke atas Harga Saham di Malaysia bagi Tahun 2005 dan 2006

Berdasarkan kepada Dahyaa et.al. (2000), ini adalah kriteria-kriteria yang akan diambil kira untuk perubahan pengurusan yang akan di masukkan di dalam kajian ini iaitu:

- (1) Perubahan hanya kepada Pegawai Eksekutif dan PU
- (2) Hanya satu pengumuman untuk satu syarikat dan satu hari
- (3) Perubahan yang dilaporkan di Bursa Malaysia
- (4) Saham yang diniagakan di Bursa Malaysia dan harga saham harian yang terdapat di Data Stream dan Osiris sahaja yang akan diambil.

Kaedah Pengumpulan Data

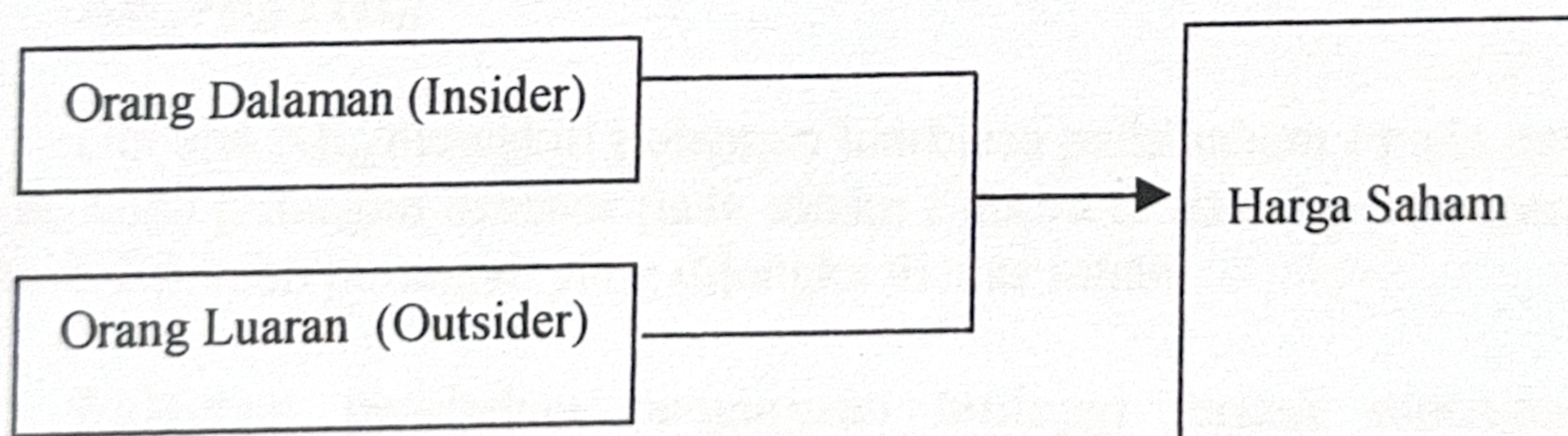
Kajian ini akan menggunakan data sekunder daripada Datastream di Universiti Kebangsaan Malaysia dan Osiris. Harga saham dan indeks komposit di sekitar pengumuman perubahan KPE dan PU, boleh diperolehi daripada datastream dan Osiris ini.

Model Kajian & Pembolehubah

Pembolehubah tidak bersandar (IV)

Pemboleh ubah Bersandar (DV)

Perubahan Pengurusan Tertinggi



Pengukuran pemboleh ubah

Harga Saham

Bagi melihat perubahan harga saham metodologi yang akan digunakan ialah konsep kajian peristiwa (event study). Metodologi kajian peristiwa adalah kaedah yang biasa digunakan oleh pengkaji kewangan (Brown dan Warner 1980). Objektif kajian peristiwa ini adalah untuk melihat prestasi harga saham untuk tempoh pada peristiwa tertentu. Kajian ini adalah berdasarkan Setiawan (2008) yang telah mengkaji sebelas hari sekitar pengumuman perubahan KPE

dan PU iaitu Lima hari sebelum tarikh pengumuman dan lima hari selepas tarikh pengumuman. Kajian ini juga menggunakan model pasaran untuk mengukur pulangan luarbiasa.

Metodologi Kajian peristiwa

Metodologi kajian telah diperkenalkan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969). Kajian peristiwa adalah proses mengukur kesan ekonomi di dalam sesuatu peristiwa. Bodie et al (1999) menerangkan kajian peristiwa adalah satu teknik ujikaji yang membolehkan pengkaji menilai kesan sesuatu peristiwa harga saham sesebuah syarikat.

Berdasarkan kepada Henderson (1990), ada lima langkah penting di dalam proses kajian peristiwa iaitu:

1. Menyatakan dengan tepat tarikh di mana pasaran menerima berita baru.
2. Tentukan pulangan normal (pulangan yang dijangka) di dalam sesebuah syarikat dengan kedatangan berita baru.
3. Ukur pulangan luarbiasa (perbezaan antara pulangan sebenar dan pulangan yang dijangkakan)
4. Jumlahkan pulangan luarbiasa syarikat dan masa
5. Uji jumlah pulangan secara statistik untuk menentukan adakah pulangan luarbiasa signifikan atau tidak.

Pengukuran Prestasi

Di dalam Hipotesis Kecekapan Pasaran, perubahan harga saham akan menggambarkan informasi mengenai masa hadapan sesebuah syarikat. Sekiranya pasaran menerima ia sesuatu yang baik, maka harga saham akan bereaksi positif dan begitu juga sebaliknya. Oleh kerana harga saham menggambarkan penilaian pasaran di atas impak harga saham, kajian peristiwa boleh digunakan untuk melihat kelakuan harga saham di sekitar masa perubahan yang diisytiharkan.

Menurut Dahyaa et al (2000), pendekatan ini ialah pulangan harga saham sebenar dibezakan dengan pulangan yang dijangkakan di atas masa apabila peristiwa diisytiharkan dan pulangan luarbiasa dianggarkan. Pulangan luarbiasa ini kemudian dianalisis untuk menentukan samada ia signifikan atau tidak. Kajian ini menggunakan pengumuman kebiasaan (conventional announcement) masa (hari t) untuk mengambil impak informasi tentang perubahan pengurusan tertinggi terhadap harga saham yang disebarkan. Harga

Kesan Pertukaran Ketua Pegawai Eksekutif dan Pengarah Urusan ke atas Harga Saham di Malaysia bagi Tahun 2005 dan 2006

saham harian diambil dari Datastream setiap syarikat dan harga saham sehari di nilai seperti berikut;

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

Dimana R_{it} ialah pulangan harga saham i pada hari t ; P_{it} harga penutup saham i pada hari t ; dan P_{it-1} ialah harga penutup saham i pada hari $t-1$. Impak untuk peristiwa diukur dengan pulangan luarbiasa. Kesan perubahan pengurusan tertinggi terhadap harga saham akan diukur dengan pulangan luarbiasa pada sekitar perubahan pengumuman. Di dalam kajian ini pulangan biasa pada jangka masa peristiwa di definisi seperti berikut;

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

Anggaran koefisien α_i dan β_i di kira dengan regresi pulangan stok dengan pulangan pasaran menggunakan harga saham penutup setiap hari dan Indeks Komposit Bursa Malaysia untuk 11 hari selepas ditolak semua hari yang tidak niagakan (hujung minggu dan cuti awam). $E(R_{it})$ dijangkakan atau pulangan biasa untuk saham i pada hari t ; dan R_{mt} ialah pulangan pasaran indek portfolio untuk hari t . Hubungan linear antara pulangan stok dan pulangan pasaran diregrasikan menggunakan Ordinary Least Square (OLS) regression.

Pulangan luar biasa boleh ditentukan dengan;

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

Dimana AR_{it} mewakili pulangan luarbiasa pada saham i pada jangka masa t , R_{it} ialah pulangan sebenar pada saham i dikira di dalam persamaan 1 di atas dan $E(R_{it})$ ialah pulangan yang dijangka di atas saham.

Walaupun perubahan pengurusan tertinggi terjadi sepanjang tahun, pulangan luarbiasa berhubungan dengan setiap perubahan disusun dengan mengikut masa peristiwa berbanding mengikut masa kalendar (Reinganum, 1985). Impak perubahan pengurusan bagi keseluruhan syarikat akan dikira dengan cara mempuratakan pulangan luarbiasa pada tarikh peristiwa seperti berikut;

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (4)$$

Dimana AAR ialah purata pulangan luarbiasa pada hari peristiwa hari t ; AR_{it} ialah pulangan luarbiasa untuk saham i pada hari peristiwa yang didefinisi

Untuk hipotesis yang pertama, "Perubahan pengurusan tertinggi di dalam sesebuah syarikat memberikan kesan terhadap harga saham". Untuk mendapatkan hasil untuk hipotesis ini, ujian-T untuk satu kumpulan sampel digunakan. Jadual 1 menunjukkan keputusan untuk tiga kelas jangka masa: sebelum pengumuman, semasa pengumuman dan selepas pengumuman.

Sepanjang sebelas hari pemerhatian dibuat, pasaran bereaksi negatif dan signifikan pada sebelum pengumuman dengan Purata Pengumpulan Pulangan Luarbiasa (MCAR) -0.244. Pada masa pengumuman MCAR ialah -2.651 dan selepas pengumuman MCAR ialah -0.022. Di sini apa yang dapat dilihat ialah pasaran telah mendapat maklumat terlebih terdahulu bahawa perubahan pengurusan tertinggi ini akan berlaku oleh sebab itu, sebelum pengumuman pasaran bertindak negatif dan signifikan. Pada masa pengumuman MCAR jatuh lebih teruk dan selepas pengumuman, MCAR beransur pulih. Ini bermakna pelabur di Malaysia bereaksi negatif di atas perubahan pengurusan tertinggi dan ini yang menyebabkan harga saham turun di sekitar masa perubahan. Bagi pelabur Malaysia perubahan pengurusan tertinggi adalah satu berita yang kurang baik. Hasil kajian ini adalah sama dengan hasil kajian yang dilakukan oleh Dedmen dan Lin (2001) di United Kingdom dan Suchard, Singh and Barr (2001) di Australia.

Analisis untuk hipotesis 2

Isu kedua yang hendak diuji ialah untuk mengkaji adakah perubahan pengurusan tertinggi ini yang datang dari dalam organisasi (insider) atau dari luar organisasi (outsider) memberi kesan kepada harga saham. Jadual 2 menunjukkan MCAR untuk 30 syarikat yang membuat penggantian KPE atau PU dari dalam organisasi dan 32 syarikat yang membuat penggantian KPE atau PU dari luar organisasi.

Untuk mendapatkan hasil dari hipotesis ini, Ujian-T untuk dua kumpulan sampel tak bersandaran telah digunakan. Daripada hasil MCAR didapati pasaran Malaysia lebih memilih penggantian KPE dan PU dari dalam organisasi. Dimana MCAR penggantian KPE atau PU dari dalam organisasi lebih tinggi jika dibandingkan dengan dengan penggantian dari luar organisasi. Hasil kajian ini juga sama dengan kajian yang dijalankan oleh Setiawan (2008). Menurut Setiawan (2008), Pasaran berpendapat KPE dari dalam organisasi akan mengikut strategi KPE yang sebelum ini. Pelabur percaya bahawa KPE dari dalam organisasi mempunyai impak yang positif terhadap prestasi syarikat.

Jadual 1; Ujian Sig
untuk 3 kelas jangk
dan Selepas Pengu

Kelas jangkamasa
Day -5 to day -2
Day -1 to day 0
Day +1 to day +5

*Signifikan pada 0

Jadual 2; Ujian Sig
jangkamasa: Penga
organisasi

Day
Day -5 to day -2
Day -1 to day 0
Day +1 to day +5

*Signifikan pada 0.0

Jadual 1; Ujian Signifikan Purata Pengumpulan Luarbiasa (MCAR) untuk 3 kelas jangka masa: Sebelum Pengumuman, Semasa Pengumuman dan Selepas Pengumuman

Kelas jangka masa	MCAR	t-statistic	Sig(2-tailed)
Day -5 to day -2	-0.244	-2.112	*0.039
Day -1 to day 0	-2.651	-0.830	0.410
Day +1 to day +5	-0.022	-0.845	0.402

*Signifikan pada 0.05

Jadual 2; Ujian Signifikan Purata Pulangan Luarbiasa (MCAR) untuk 3 kelas jangka masa: Pengantian dari dalam organisasi dan pengantian dari luar organisasi

	Outsider			Insider		
Day	MCAR	t-statistic	Sig(2-tailed)	MCAR	t-statistic	Sig(2-tailed)
Day -5 to day -2	-0.147	0.807	0.423	-0.334	0.820	0.416
Day -1 to day 0	0.835	1.057	0.295	-5.918	1.092	0.283
Day +1 to day +5	0.008	1.122	0.266	-0.050	1.144	0.258

*Signifikan pada 0.05

10. KESIMPULAN

Kajian ini dijalankan untuk mengkaji harga saham Malaysia bertindak balas dengan berita perubahan pengurusan tertinggi di dalam syarikat. Kajian ini menggunakan sampel sebanyak 62 syarikat yang tersenarai di papan utama Bursa Malaysia dan hanya memfokus kepada perubahan KPE dan PU sahaja. Untuk mencapai objektif kajian ini, Kajian peristiwa telah digunakan sebagai metodologi untuk mencari pengumpulan pulangan luar biasa. Jangkamasa peristiwa yang telah digunakan ialah 11 hari iaitu 5 hari sebelum pengumuman, hari pengumuman dan 5 hari selepas pengumuman. Tiga hipotesis yang telah dibuat. Hipotesis yang pertama dimana untuk mengkaji hubungan diantara pengumuman perubahan pengurusan tertinggi dan prestasi harga saham. Hasil kajian mendapati bahawa pasaran di Malaysia bereaksi negatif dengan harga saham dan signifikan pada sebelum pengumuman perubahan dibuat. Ini bermakna para pelabur telah mendapat maklumat terlebih dahulu bahawa perubahan bagi jawatan tinggi ini akan terjadi. Pelabur di Malaysia juga beranggapan negatif dan menganggap perubahan ini adalah sebuah berita yang kurang baik. Hipotesis kedua adalah untuk mengkaji kecenderungan pasaran Malaysia bereaksi terhadap penggantian pengurusan tertinggi ini yang datangnya samada dari dalam atau luar organisasi. Hasil yang didapati ialah pasaran Malaysia bereaksi positif kepada KPE atau PU yang datangnya dari dalam organisasi. Ini menyatakan bahawa pelabur di Malaysia lebih yakin kepada penggantian KPE atau PU dari dalam organisasi disebabkan pelabur percaya KPE atau PU dari dalaman lebih mengetahui syarikat dengan lebih baik dibandingkan dari orang luar.

11. BATASAN KAJIAN

Kajian yang dijalankan ini agak terbatas yang menyebabkan hasil kajian tidak begitu signifikan. Saiz sampel yang digunakan hanyalah 62 syarikat berbanding populasi asal syarikat sebanyak 634. Sampel mungkin tidak dapat mewakili untuk semua populasi syarikat tersenarai awam di Bursa Malaysia. Kajian ini juga hanya memfokuskan kepada perubahan KPE dan PU dan tidak melihat kepada jawatan tinggi yang lain.

RUJUKAN

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (1999), *Investment*, International Edition, McGraw Hill, Singapore

Bonnier, K.
Manag
Finan

Bursa Malay

Dahyaa J.
Manag
Earni

David J. D.
Equit

Dherment-D
Reac
Liste

Doddy Seti
Anno
Econ

Fama, E.F.,
Stock
1-21.

Healy, Paul
Journ
Accounting

Henderson,
studie

Huson, Mar
Succes
Econo

Jensen, M.C.
Behav
Finan

Kang, Jun-K
System

Bonnier, K. & Bruner, R.F. (1989) An Analysis of Stock Price Reaction to Management changed in Distressed Firms *Journal of Managerial Finance*, 11, 95-106

Bursa Malaysia Website

Dahyaa J. & Lonie, A.A. & Power, D.M (2000) Changes in Corporate Management: Do they Have An Impact On Share Prices and Company Earnings? *Journal of Managerial Finance*, 26(9), 66-97

David J. Denis, Diane K.Denis and Atulya Sarin (1997) Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification

Dherment-Dherment-Ferere, Isabelle & Luc Reneboog. (2000). Share Price Reaction to CEO Resignation and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies. <http://papers.ssrn.com/>

Doddy Setiawan (2008). An Analysis of Market Reaction to CEO Turnover Announcement: The Case in Indonesia, *International Business & Economics Research Journal*, Vol 7 No 2, pp. 119-127.

Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to new information. *International Economic Review*, Feb, 1-21.

Healy, Paul. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics*. 7, hal. 85-107

Henderson, Jr., G.V. (1990). Problems and solutions in conducting event studies. *Journal of Risk and Insurance*, 57, 282-306

Huson, Mark R., Paul H. Malatesta & Robert Parrino. (2003). Managerial Succession and Firm Performance. forthcoming at *Journal of Financial Economics*

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(40), 305-360.

Kang, Jun-Koo & Anil Shivdasani. (1996). Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-Price

Kesan Pertukaran Ketua Pegawai Eksekutif dan Pengarah Urusan ke atas Harga Saham di Malaysia bagi Tahun 2005 dan 2006

Effects of Top Management Turnover. *The Review of Financial Studies*, Vol 9 No 4, pp. 1061-1095.

Ku Nor Izzah (1992) Kesan Pengumuman Pengambilalihan Terhadap Harga Saham di Bursa Saham Kuala Lumpur, *Malaysia Management Journal* 1 (1), 47-55

Martin J. Conyon and Annita Florou. (2002). Top Executive Dismissal, Ownership and Corporate Performance. <http://papers.ssrn.com/>

McEachern, W.A. (1977). *Managerial Control and Performance*, Lexington, D.C. Heath, United States of America.

Michael Firth, Peter M.Y. Fung and Oliver M. Rui. (2005). Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Traditional Economy. <http://papers.ssrn.com/>

Morck, E., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1989), Alternative Mechanisms for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 842-852

Murphy K.J. dan Zimmerman J.L (1993) Financial Performance Surrounding CEO Turnover, *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 273-316

Murphy, K., Zimmerman, J. (1993). Financial Performance Surrounding CEO Turnover. *Journal of Accounting and Economic*, 16, 273-316.

Pfeffer and Davis-Blake (1986) Administrative succession and organizational performance: How administrator experience mediated the Succession Effect. *Academy management Journal* 29(1), 72-83

Pourciau, S. (1993) Earning management and Routine and Non-Routine Executive Changes, *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 317-336

Reinganum, M.R. (1985). The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth. *Administrative Science Quarterly*, 30, 46-60.

Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, Januari 1978, pp. 112-134.

Sandeep Dahiya
provision
Journal of

Warner, J., Wa
Changes

Weisbach, M.
Financial

Sandeep Dahiya and David Yermack (2008) You can't take it with you: Sunset provisions for equity compensation when managers retire, resign, or die, *Journal of Corporate Finance*, Vol 14, Issue 5, pages 499-511

Warner, J., Watts, R. & Wruck, K. (1988) Stock Prices and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492

Weisbach, M. (1998). Outside Directors & CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-46