

**PENGARUH KINERJA PERUSAHAAN TERHADAP PERGANTIAN CEO
PADA EMITEN YANG GO PUBLIC DI BEI PERIODE 2008-2010**

JESSICA GUNAWAN

Akuntansi / Fakultas Bisnis dan Ekonomika

jessicajegu@gmail.com

Abstrak - Penelitian ini bertujuan untuk menguji informasi akuntansi dan pasar dalam menentukan pergantian CEO di Indonesia. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini menggunakan sampel berupa perusahaan yang melakukan pergantian CEO selama periode 2008-2010 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang diperoleh sebesar 58 tahun perusahaan. Penelitian ini juga dilakukan pengambilan *control sample* yang tidak melakukan pergantian CEO selama periode penelitian dan memiliki kinerja yang paling stabil dalam sektor yang sama dengan perusahaan yang melakukan pergantian CEO. Sampel yang diperoleh sebesar 52 tahun perusahaan. Temuan penelitian menunjukkan bahwa kinerja akuntansi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pergantian CEO namun kinerja pasar dilihat dari *stock price* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pergantian CEO. Selain itu, juga ditemukan bahwa tidak ada perbedaan resiko pasar sebelum dan sesudah pergantian CEO.

Kata Kunci: Presiden direktur, kinerja akuntansi, kinerja pasar, pergantian CEO

Abstract – *This study aim to test accounting informations and market informations in detemine CEO turnover in Indonesia. This study uses a quantitative approach. This study uses samples from companies who performed CEO turnover in period of 2008-2010 and listed in Indonesia Stock Exchange. Samples were collected in 58 company's year. This study also took control sample from companies who weren't performe CEO turnover in the same period and also had the most stable performance. Samples were collected in 52 company's year. These results indicate that accounting informations didn't have significant effect to CEO turnover but market informations from the view of stock price did have significant effect to CEO turnover. Besides, this study found that there were no difference in market risk before and after the CEO turnover done.*

Keyword: *Chief Executive Office, Accounting Performance, Market Performance, CEO Turnover*

PENDAHULUAN

Dalam setiap perusahaan, tentunya dibutuhkan seorang pemimpin yang tidak hanya sekedar dapat memimpin perusahaan dengan baik, namun juga dapat bertindak sejalan dengan visi, misi maupun tujuan dari perusahaan sehingga perusahaan dapat mengetahui arah dan *goal* yang ingin dicapai. Untuk itu dalam menentukan pemimpin yang sesuai bagi perusahaan, sering perusahaan melakukan pergantian pemimpin seperti *Chief Executive Officer* (CEO) atau biasa lebih dikenal sebagai presiden direktur. Menurut Kaplan dan Minton (2006), CEO memiliki pekerjaan yang semakin lama semakin berbahaya. Hal ini juga ditambah dengan persaingan yang semakin ketat antar Negara (Bloomberg, 2013). Menurut Defond dan Park (1999), frekuensi pergantian CEO semakin besar dalam industri yang memiliki tingkat persaingan yang tinggi dibanding industri dengan tingkat persaingan yang lemah.

Salah satu penyebab terjadinya pergantian CEO ditemukan oleh Osborne *et al* (1981) dalam Leker dan Salomo (2000) apabila ada penurunan dalam kinerja perusahaan dapat meningkatkan probabilitas terjadinya pergantian CEO. Smith *et al* (2008) menunjukkan bahwa pergantian CEO baik yang dilakukan dengan paksa maupun secara sukarela masih dapat memberikan pengaruh yang signifikan baik secara positif maupun negatif terhadap kinerja perusahaan. Adapun penyebab lainnya yang ditemukan oleh Eitzen dan Yetman (1972) dan Weinder dan Mahoney (1981) dalam Leker dan Salomo (2000), turnover memiliki probabilitas terjadi yang besar karena adanya asumsi *agency theory* dimana pergantian posisi di *top executive* merupakan reaksi dari ketidakmampuan CEO untuk memenuhi persyaratan yang ditentukan oleh *shareholder*. Einfeldt dan Kuhnen (2013) menyatakan CEO sering dipaksa untuk keluar dari pekerjaannya jika kinerjanya relatif buruk dibandingkan dengan rata-rata industri. Bahkan, CEO dapat dipecat apabila kinerja keseluruhan industri memburuk (Kaplan dan Minton, 2006).

Pergantian CEO yang dilakukan oleh Bank Indonesia pada tahun 2009 memberikan perubahan dalam kepemimpinan dan implementasi pada strategi-

strategi baru sehingga membuahkan hasil yakni peningkatan signifikan dalam kinerja perusahaan. Contoh ini menunjukkan bahwa pergantian CEO memberikan dampak yang baik bagi kinerja perusahaan (Warta Ekonomi, 2009) (dalam Lindrianasari dan Hartono, 2012). Berlawanan dengan fakta yang ada, penelitian yang dilakukan oleh Smith *et al* (2008) menunjukkan bahwa ada 1,62% *distressed firms* yang mengumumkan kebangkrutannya setahun setelah melakukan pergantian CEO. Berbeda dengan Kato dan Long (2006) serta Coates dan Kraakman (2010) yang menyatakan bahwa mayoritas pergantian CEO tidak berhubungan dengan kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan sendiri bisa dilihat dari 2 sisi yaitu dari sisi kinerja akuntansi dan kinerja pasarnya. Temuan Puffer dan Weintrop (1991) menyatakan bahwa baik dari kedua kinerja, baik akuntansi maupun pasar sama-sama tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap pergantian CEO. Untuk itu, dapat dilihat bahwa pengambilan keputusan untuk melakukan pergantian CEO sangatlah penting karena bisa membawa dampak baik bagi perusahaan, namun juga tidak terlepas dari resiko adanya dampak yang buruk atau bahkan tidak memberikan dampak apapun terhadap kinerja perusahaan.

Selama tahun 2008-2010 terjadi peningkatan pergantian CEO. Pada tahun 2008 ada 37 badan usaha, tahun 2009 ada 49 badan usaha, dan tahun 2010 ada 65 badan usaha. Sehingga total badan usaha yang melakukan pergantian CEO selama tahun 2008-2010 adalah 151 badan usaha. Penelitian ini berfokus untuk meneliti di semua perusahaan yang melakukan pergantian CEO di Indonesia serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode laporan keuangan tahun buku 2008, 2009, dan 2010.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder berupa laporan keuangan dari semua sektor badan usaha yang terdaftar di BEI periode 2008 - 2010 kecuali sektor keuangan. Data sekunder ini diperoleh melalui media internet, seperti www.idx.co.id untuk pengambilan laporan keuangan dan *database* jurnal

penelitian *emerald insight* dan *science direct*, dan website *finance.yahoo.com* untuk memperoleh data harga saham harian.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *nonprobability sampling-purposive judgment sampling* dimana peneliti menentukan sampel sebagai obyek penelitian berdasarkan batasan-batasan tertentu dari peneliti sendiri. Batasan tersebut antara lain :

- Badan usaha tersebut menyajikan laporan keuangannya selama periode penelitian dengan menggunakan satuan mata uang Rupiah dengan periode akuntansi yang berakhir 31 Desember.
- Badan usaha tersebut menyajikan *annual report* selama periode penelitian yang didalamnya terdapat informasi pengungkapan dewan direksi perusahaan dan mengalami pergantian CEO pada periode tersebut.
- Informasi mengenai harga saham (*closing price*) dan harga saham harian dari perusahaan tertera dalam situs resmi BEI, yahoo finance (*finance.yahoo.com*) atau pada *annual report* perusahaan.
- *Control Sample* yang digunakan diambil dari badan usaha yang tidak mengalami pergantian CEO selama tahun penelitian yakni tahun 2008-2010 dimana badan usaha tersebut memiliki kinerja yang paling stabil dalam sektor yang sama dengan badan usaha yang melakukan pergantian CEO.

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah *turnover*. *Turnover* adalah proksi dari pergantian CEO dimana angka 1 menjelaskan adanya pergantian CEO dan angka 0 untuk tidak ada pergantian CEO.

Rancangan uji hipotesis penelitian ini menggunakan bantuan program *SPSS 18.0 for Windows*. Diawali dengan Analisis statistik deskriptif dilakukan dengan tujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data badan usaha sebagai sampel yaitu dilihat dari *mean*, *standard deviation*, nilai maksimum, dan nilai minimum.

Kemudian dilanjutkan dengan uji *binary logistic regreesion*. Regresi logistik biner digunakan untuk membuat suatu model probabilitas kejadian atas

variabel tergantung kategorikal dengan keluaran bersifat dikotomi / biner. Pengujian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara keseluruhan. Beberapa tahap yang harus dilakukan dalam pengujian regresi logistik adalah uji *overall model fit*, uji kelayakan model regresi, *Nagelkerke's R Square*, dan uji *wald*. Uji *overall model fit* dilakukan untuk menilai *overall fit model* terhadap data. Penilaian terhadap model dilakukan dengan melihat perubahan antara kedua nilai *-2 Log Likelihood* tersebut. Semakin kecil nilai *-2 Log Likelihood* maka semakin baik model tersebut dan model dapat dikatakan fit dengan data yang digunakan (Uyanto, 2009). Uji Kelayakan model regresi dinilai menggunakan *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*. Apabila nilai statistik *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit* lebih besar dari 0,05 maka data empiris cocok dengan model (model dapat dikatakan fit karena tidak ada perbedaan antara model dengan data) (Ghozali, 2013). Uji *Nagelkerke's R Square* merupakan modifikasi dari koefisien *Cox and Snell* untuk memastikan bahwa nilai yang dihasilkan bervariasi antara 0 sampai 1. Nilai *Nagelkerke R²* dapat menjelaskan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen (Ghozali, 2013). Uji *Wald* digunakan untuk menguji hipotesis dengan cara menentukan apakah koefisien *logistic regression* signifikan. Jika nilai Sig. < 0,05, maka keputusan yang diambil adalah menolak H_0 , dan menerima H_1 , jika nilai Sig. > 0,05, maka keputusan yang diambil adalah menolak H_1 , dan menerima H_0 (Uyanto, 2009). Adapun permodelan yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}(1,0) &= \alpha_0 + \alpha_1 \ln TAsset_{it} + \alpha_2 CurRat_{it} + \alpha_3 DEquity_{it} \\ &+ \alpha_4 \ln TSales_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 ROE_t + \alpha_7 EPS_{it} \\ &+ \alpha_8 \ln SPrice_{it} + \alpha_9 Risk_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Dimana:

Turnover = ada atau tidak adanya pergantian CEO

lnTAsset_{it} = *Total Asset* yang dilogaritmakan

$CurRat_{it}$	=	<i>Current Ratio</i>
$DEquity_{it}$	=	<i>Debt to Equity</i>
$lnTSales_{it}$	=	<i>Total Sales yang dilogartmakan</i>
ROA_{it}	=	<i>Return on Asset</i>
ROE_{it}	=	<i>Return on Equity</i>
EPS_{it}	=	<i>Earnings per Share</i>
$lnSPrice_{it}$	=	<i>Stock Price yang dilogartmakan</i>
$Risk_{it}$	=	Resiko Pasar
ε_{it}	=	<i>error</i>

Selanjutnya dilakukan uji t sampel berpasangan (*paired sample t-Test*) yang merupakan salah satu uji statistik yang digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan yang signifikan (meyakinkan) dari dua buah *mean* sampel (dua buah variabel yang dikomparatifkan) (Hartono, 2008). H_0 akan diterima, apabila t hitung $<$ t tabel atau nilai signifikannya $>$ *level of significant*, yakni 0,05 dan sebaliknya H_1 akan diterima apabila t hitung $>$ t tabel atau nilai signifikannya $<$ *level of significant* (Nugroho, 2005).

Penelitian ini meneliti tentang pengaruh kinerja perusahaan terhadap pergantian CEO. Oleh karena itu, hipotesis yang dibentuk adalah:

- H₁: ROA memiliki pengaruh negatif terhadap pergantian CEO
- H₂: EPS memiliki pengaruh negatif terhadap pergantian CEO
- H₃: *Total asset* memiliki pengaruh negatif terhadap pergantian CEO
- H₄: *Debt to equity* memiliki pengaruh positif terhadap pergantian CEO
- H₅: ROE memiliki pengaruh negatif terhadap pergantian CEO
- H₆: *Stock price* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergantian CEO
- H₇: *Risk* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergantian CEO
- H₈: Ada perubahan signifikan resiko sebelum dan sesudah pergantian CEO

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini dilakukan uji regresi logistik untuk hipotesis 1-7. Yang pertama adalah uji *overall model fit* dengan melihat dari *Chi-Square – Omnibus Test of Model Coefficients*. Adapun hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Rangkuman Hasil Uji -2Log Likelihood

	<i>-2Log Likelihood</i>
<i>Block 0</i>	152,165
<i>Block 1</i>	127,543
<i>Chi-Square – Omnibus Test of Model Coefficients</i>	24,622

Penurunan tersebut menunjukkan bahwa model yang dihipotesiskan fit dengan data dengan angka yang signifikan. Selain melihat nilai *-2Log Likelihood*, penilaian tersebut juga didukung dengan nilai *Overall Percentage* pada Tabel 2

Tabel 2
Overall Percentage

Classification Table^a

Observed		Predicted		
		TO		Percentage Correct
		0	1	
Step 1	TO 0	36	16	69.2
	1	15	43	74.1
Overall Percentage				71.8

a. The cut value is .500

Tabel diatas menunjukkan bahwa kemampuan model untuk memprediksi variabel dependen *turnover* dengan benar adalah sebesar 71,8%. Hasil pengujian ini menunjukkan adanya kecocokan antara model hipotesis dengan data yang digunakan.

Kemudian dilanjutkan dengan uji kelayakan model regresi yang dilihat dari hasil *Hosmer and Lemeshow’s Goodness of Fit Test* yang dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3

Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test

Hosmer and Lemeshow Test			
Step	Chi-square	df	Sig.
1	4.503	8	.809

Tabel 3 menunjukkan bahwa besarnya nilai *chi-square* sebesar 4,503 dengan nilai signifikansi *Hosmer and Lemeshow* sebesar 0,809. Nilai tersebut lebih besar dari persyaratan signifikansi sebesar 0,05, sehingga dapat dikatakan bahwa model tersebut cocok dengan data dan model regresi layak digunakan dalam penelitian ini atau dengan kata lain bahwa model regresi tersebut mampu untuk memprediksi nilai observasinya.

Selanjutnya adalah uji *Nagelkerke's R Square* dimana hasil dari Uji *Cox and Snell's R Square* dan *Nagelkerke's R Square* adalah sebagai berikut:

Tabel 4

Nilai *Cox and Snell's R Square* dan *Nagelkerke's R Square*

Model Summary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	127.543 ^a	.201	.268

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Hal ini menunjukkan bahwa pergantian CEO yang dilakukan badan usaha yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2010 dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen dan variabel kontrol sebesar 26,8% dan selebihnya yaitu 73,2% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti.

Setelah melakukan uji *Nagelkerke's R Square*, dilanjutkan dengan uji *wald*. Berikut adalah hasil dari Uji *Wald* untuk model penelitian:

Tabel 5
Uji Wald

		Variables in the Equation							95% C.I. for EXP(B)	
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	Lower	Upper	
Step 1 ^a	InTAssetit	.302	.231	1.707	1	.191	1.353	.860	2.129	
	CurRatit	.028	.030	.862	1	.353	1.028	.970	1.090	
	Dequityit	.008	.023	.123	1	.726	1.008	.963	1.055	
	InTsalesit	-.035	.201	.030	1	.863	.966	.652	1.431	
	ROAit	.335	.418	.642	1	.423	1.397	.616	3.169	
	ROEit	-.432	.675	.408	1	.523	.649	.173	2.440	
	EPSit	.000	.000	.678	1	.410	1.000	1.000	1.000	
	InSpriceit	.432	.172	6.324	1	.012	1.540	1.100	2.157	
	Riskit	.217	.389	.312	1	.576	1.243	.580	2.664	
	Constant	-9.982	3.475	8.249	1	.004	.000			

a. Variable(s) entered on step 1: InTAssetit, CurRatit, Dequityit, InTsalesit, ROAit, ROEit, EPSit, InSpriceit, Riskit

Berdasarkan nilai koefisien regresi (B) pada hasil Uji *Wald* pada Tabel 4.8 di atas, diperoleh persamaan dari model yang diuji yaitu:

$$\begin{aligned} \ln \frac{P}{1-P} = & -9,982 + 0,302 \ln TAsset_{it} + 0,028 CurRat_{it} \\ & + 0,08 DEquity_{it} - 0,035 \ln TSales_{it} + 0,335 ROA_{it} \\ & - 0,432 ROE_{it} + 0,432 \ln SPrice_{it} + 0,217 Risk_{it} \end{aligned}$$

Selain itu, Tabel tersebut juga memperlihatkan nilai signifikansi masing-masing variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen. Secara keseluruhan, Variabel independen lnTAsset, DEquity, ROA, ROE, EPS, dan *risk* tidak signifikan terhadap pergantian CEO. Demikian pula variabel control CurRat dan lnTSales juga tidak signifikan terhadap pergantian CEO. Hanya ada 1 variabel independen yang signifikan terhadap pergantian CEO yaitu lnSPrice yang memiliki nilai sig. sebesar 0,012. Artinya semakin besar lnSPrice, maka peluang pergantian CEO naik sebesar 1,100.

Terakhir, untuk hipotesis 8 dilakukan uji t sampel berpasangan (*paired sample t-Test*) yang bertujuan untuk mengetahui adanya perubahan sebelum dan sesudah dilakukannya pergantian CEO.

Tabel 6
Paired Samples T-Test

Paired Samples Test									
		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Risk before - Risk after	-.2676039	3.6022452	.2730855	-.8066123	.2714044	-.980	173	.328

Pada Pair 1 tabel diatas, dapat dilihat bahwa nilai signifikansinya adalah sebesar 0,328 yang menandakan bahwa H_0 diterima sehingga tidak ada perbedaan dalam resiko pasar sebelum dan sesudah pergantian CEO dilakukan.

Dari keseluruhan hasil pengujian yang telah dilakukan maka kinerja akuntansi yang dilihat dari *total asset*, *debt to equity*, ROA, ROE, dan EPS tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pergantian CEO. Puffer dan Weintrop (1991) menyatakan bahwa pergantian CEO tidak bisa diukur dari ROA, EPS, *total asset* dan ROE sebagai alat ukur kinerja perusahaan karena penyebab pergantian CEO tidak hanya dari kinerja perusahaan saja, tapi ada banyak faktor-faktor lainnya. Salah satu faktor yang dimaksudkan adalah inisiatif yang timbul dari diri CEO sendiri yang mana CEO dapat mengajukan diri untuk pensiun dini atau mengundurkan diri sekalipun tidak memiliki masalah dalam kinerja perusahaan atau CEO terkadang memilih untuk pensiun ketika kinerjanya sedang bagus karena ingin memperoleh keuntungan atau *reward* yang lebih besar dari perusahaan (Puffer dan Weintrop, 1991).

Hal serupa juga ditemukan oleh Lindrianasari dan Hartono (2012) yang menyatakan bahwa utang terhadap ekuitas tidak memiliki hubungan yang signifikan Tidak adanya hubungan antara *debt to equity* sebagai tingkat *leverage* terhadap pergantian CEO disebabkan karena semakin besar utang yang dimiliki perusahaan bukan berarti perusahaan sedang merugi namun juga bisa diartikan bahwa perusahaan mendanai kegiatan atau aktivitas yang dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan di kemudian hari. Maka dari itu, *debt to equity* tidak memiliki pengaruh terhadap pergantian CEO.

Hasil pengujian ini juga menemukan bahwa seluruh variabel kontrol yakni *lnTSales* (*total sales*) dan *CurRat* (*current ratio*) tidak memiliki pengaruh terhadap pergantian CEO. Sejauh ini tidak ditemukan penelitian sebelumnya yang dapat mendukung penemuan ini namun, perbedaan ini dapat timbul karena penyebab *sales* yang menurun karena adanya faktor-faktor lain seperti tingkat daya beli konsumen yang menurun, meningkatnya inflasi dan lain sebagainya bukan karena kinerja CEO yang memburuk atau menurun.

Namun, penemuan ini tidak sejalan dengan penemuan Sama dengan Lindrianasari dan Hartono (2012), Harrison *et al* (1988), Rachpradit *et al* (2012) dan Kato dan Long (2006) juga menyatakan bahwa ROA signifikan terhadap pergantian CEO. Menurut Lindrianasari dan Hartono (2012), ROA sebagai salah satu informasi akuntansi ditemukan konsisten dan tidak bias. Selain itu penelitian tersebut juga menemukan kebergunaan dari informasi akuntansi dan informasi ekpektasi komunitas akuntansi yang diberikan dapat dipertimbangkan oleh perusahaan dalam melakukan pengambilan keputusan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Harrison *et al* (1988), ROA ditemukan mendominasi diantara semua variabel yang ada.

Terkait dengan ROE, EPS atau *earnings* dan *total asset*, penemuan ini tidak sejalan dengan penemuan Lindrianasari dan Hartono (2012). Menurut Lindrianasari dan Hartono (2012), ROE, *earnings* dan *total asset* sebagai salah satu informasi akuntansi ditemukan konsisten dan tidak bias. Selain itu penemuannya juga menemukan kebergunaan dari informasi akuntansi dan informasi ekpektasi komunitas akuntansi yang diberikan dapat dipertimbangkan oleh perusahaan dalam melakukan pengambilan keputusan. Smith *et al* (2008) juga menyatakan bahwa semakin kecil *total asset* yang dimiliki oleh perusahaan, maka perusahaan cenderung untuk mengalami kebangkrutan. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan Asthana dan Balsam (2010) yang menyatakan semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan, maka akan semakin besar pula kemungkinan terjadinya pergantian CEO. Menurut Berry *et al* (2000), ketika kinerja perusahaan sedang memburuk, pihak eksekutif cenderung

untuk melakukan restrukturisasi landasan asetnya. Dalam kasus ini, ketika pihak eksekutif memiliki kinerja yang buruk, mereka tidak merestrukturisasi asetnya, namun melakukan kebijakan lainnya sehingga disini aset tidak memiliki hubungan yang signifikan.

Sedangkan penemuan terkait dengan *debt to equity* ini tidak sejalan dengan penemuan Pfeffer dan Leblebici (1973) yang menyatakan *debt to equity* memiliki hubungan negatif pergantian CEO. Smith *et al* (2008) yang juga didukung oleh Zmijewski (1984) menyatakan bahwa semakin besar *debt to equity* yang dimiliki oleh perusahaan, maka perusahaan cenderung untuk mengalami kebangkrutan. Perbedaan utama perusahaan yang mengalami kesulitan finansial dengan perusahaan yang tidak adalah tingkat utang yang meningkat dan aset yang menurun (Smith *et al*, 2008). Pfeffer dan Leblebici (1971) mengategorikan *debt to equity* sebagai kondisi finansial perusahaan. Kondisi finansial yang memburuk dapat menimbulkan krisis organisasional yang mana memiliki kecenderungan untuk melakukan pergantian CEO (Pfeffer dan Leblebici, 1973). Semakin buruk finansialnya, semakin besar kemungkinan terjadi *turnover*.

Sedangkan dari sisi kinerja pasarnya, *stock price* ditemukan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap pergantian CEO. Sehingga ketika harga saham perusahaan semakin naik, maka kecenderungan perusahaan untuk melakukan pergantian CEO semakin besar. Ada kemungkinan bahwa pergantian CEO ini juga dapat terjadi karena CEO tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Apabila perusahaan lain ingin melakukan pergantian CEO, tentunya mereka menginginkan CEO dengan yang berpengalaman, memiliki kemampuan yang lebih tinggi dan lebih mampu dalam menghasilkan keuntungan (Berry *et al*, 2000). Disini, *stock price* menjadi instrumen untuk mengukur keberhasilan CEO menaikkan kekayaan pemilik atau *shareholders*. Maka dari itu, ketika *stock price* mengalami peningkatan, akan ada kecenderungan terjadi pergantian CEO karena CEO tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Namun, hal ini bertolak belakang dengan temuan Lindrianasari dan Hartono (2012) yang menyatakan bahwa harga saham memiliki hubungan negatif dengan pergantian CEO sehingga ketika harga

saham turun, maka perusahaan cenderung melakukan pergantian CEO. Sama halnya dengan Weisbach (1988) yang menemukan semakin turunnya harga saham, maka probabilitas CEO kehilangan pekerjaannya juga semakin besar pula. Serupa dengan Lindrianasari dan Hartono serta Weisbach, Cosh dan Hughes (1997) juga menemukan hal yang serupa.

Sedangkan *risk* ditemukan tidak memiliki pengaruh terhadap pergantian CEO. Sesuai dengan Defond dan Park (1991) yang menemukan bahwa *stock return* tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap pergantian CEO. Kondisi ini bertolak belakang dengan temuan Lindrianasari dan Hartono (2012) yang menyatakan bahwa resiko pasar memiliki hubungan signifikan positif terhadap pergantian CEO. Sehingga ketika resiko perusahaan semakin meningkat, maka perusahaan cenderung melakukan pergantian CEO. Clayton *et al* (2003) juga menemukan hal yang sama dimana volatilitas harga saham meningkat seiring dengan pergantian CEO dilakukan. Menurut Clayton *et al* (2003), adanya peningkatan volatilitas harga saham disebabkan oleh kinerja perusahaan yang buruk atau faktor-faktor lain yang tidak terobservasi.

Adapun perbedaan ini diakibatkan karena *risk* atau *stock return* disini menggunakan *stock price* sebagai landasannya dimana tingkat kemampuan *stock price* dalam memberikan informasi yang mencerminkan kondisi perusahaan belum tentu sesuai dengan kenyataannya (Defond dan Hung, 2003). Maka secara keseluruhan, kinerja pasar memiliki pengaruh terhadap pergantian CEO.

Hasil pengujian *paired sample t-test* menunjukkan bahwa sebelum dan sesudah pergantian CEO, *risk* tidak memiliki perbedaan yang signifikan. Sehingga mayoritas hasil penelitian ini menyatakan bahwa *risk* tidak mengalami perubahan sebelum dan sesudah pergantian CEO. Hasil pengujian ini sesuai dengan temuan Coates dan Kraakman (2010) yang juga menemukan bahwa setelah dilakukan pergantian CEO, *risk* perusahaan tidak mengalami perubahan. Menurut Hu dan Leung (2012), pergantian CEO tidak memiliki hubungan dengan *risk* sehingga ketika pergantian dilakukan, maka tidak menimbulkan dampak apapun.

Namun penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Lindrianasari dan Hartono (2012) yang menemukan bahwa ada perubahan signifikan antara sebelum dan sesudah pergantian CEO. Menurut Kato dan Long (2006), setelah dilakukan pergantian CEO, akan ada peningkatan kinerja perusahaan secara signifikan. Hal yang sama juga diungkapkan oleh Setiawan (2008) dan Setiawan *et al* (2010) yang menyatakan bahwa ketika pengumuman pergantian CEO dilakukan, pasar akan bereaksi secara positif

Perbedaan ini dapat terjadi karena respon yang dihasilkan oleh pasar tidak dapat ditebak. Sekalipun pasar sering dianggap mudah dalam memberikan respon atas pergantian CEO, namun tidak selalu ada jaminan bahwa pasar pasti akan selalu langsung memberikan respon. Menurut Kaplan dan Minton (2006), semakin pendek jangka waktu pergantian CEO, maka sensitivitas kinerja saham akan semakin meningkat. Namun berbeda dengan Coates dan Kraakman (2010) yang menyatakan dibutuhkan waktu yang lebih dalam menunjuk, menilai, dan mengganti CEO terutama di perusahaan yang besar yang cenderung tidak memiliki kestabilan. Sebagai tambahan, dewan direksi dan CEO juga membutuhkan waktu untuk mengimplementasikan rencananya dan mengevaluasi hasilnya. Untuk itu, pergantian CEO jarang terjadi dalam jangka waktu pendek dan lebih cenderung untuk terjadi dalam jangka waktu panjang sehingga kinerjanya tidak dapat langsung dilihat (Coates dan Kraakman, 2010).

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan dari pergantian CEO terhadap kinerja perusahaan dari semua badan usaha yang terdaftar di BEI periode 2008-2010. Hasil pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa terdapat pengaruh kinerja perusahaan dilihat dari kinerja pasarnya terhadap pergantian CEO.

Semua variabel dari sisi kinerja akuntansi yakni, ROA, EPS, *Total Sales*, *Total Asset*, *Debt to equity*, *Current Ratio*, dan ROE tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pergantian CEO sehingga H_1 hingga H_5 ditolak. Hal ini

disebabkan karena adanya faktor-faktor penentu lainnya yang dapat menyebabkan pergantian CEO terjadi sehingga, kinerja akuntansi sebuah perusahaan tidak dapat menentukan pergantian CEO dilakukan atau tidak. Hal ini dapat terjadi karena kinerja akuntansi relatif membutuhkan waktu yang lebih lama dalam merespon pergantian CEO, sehingga dalam periode penelitian ini tidak terlihat respon dari kinerja akuntansinya.

Sedangkan untuk variabel dari sisi kinerja pasarnya, *Stock Price* memiliki hubungan positif signifikan (signifikansi uji Wald = 0.012) sehingga H_6 diterima. Meningkatnya harga saham dapat menunjukkan bahwa kinerja CEO tersebut baik. Maka dari itu, muncul kemungkinan perusahaan lain untuk mengambil CEO tersebut bagi perusahaannya sendiri.

Variabel dari sisi kinerja pasar lainnya adalah *risk*. *Risk* memiliki pengaruh yang tidak signifikan sehingga H_9 ditolak. Hal ini diakibatkan karena *risk* disini menggunakan *stock price* sebagai landasannya dimana tingkat kemampuan *stock price* dalam memberikan informasi yang mencerminkan kondisi perusahaan belum tentu sesuai dengan kenyataannya. Secara keseluruhan, kinerja pasar memiliki hubungan yang signifikan terhadap pergantian CEO.

Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa tidak ada perubahan signifikan resiko pasar sebelum dan sesudah pergantian CEO sehingga H_{10} ditolak. Ada kemungkinan efek pergantian CEO baru dapat dirasakan dalam jangka waktu yang lebih panjang dari periode penelitian karena implementasi rencana yang baru membutuhkan waktu yang cukup panjang. CEO tentunya juga membutuhkan waktu lebih dalam merancang, mengimplementasi dan mengevaluasi hasilnya. Pasar juga tidak menjamin akan selalu merespon adanya pergantian CEO. Gejala yang timbul pada saat pergantian CEO dapat diakibatkan faktor-faktor lain yang juga terjadi bersamaan.

Cox and Snell's R Square yang dihasilkan adalah sebesar 0,201 dengan nilai *Nagelkerke's R Square* sebesar 0,268. Hal tersebut menunjukkan bahwa kecenderungan badan usaha melakukan pergantian CEO 26.8% dipengaruhi oleh

kinerja perusahaan. Sedangkan sisanya yaitu 73.2% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak masuk dalam variabel penelitian ini.

Saran bagi penelitian-penelitian selanjutnya adalah sebagai memperluas periode penelitian dan mengumpulkan data baik berupa laporan keuangan tahunan dan data pasar sehingga dapat menghasilkan hasil penelitian dan kesimpulan yang lebih akurat yang menggambarkan hubungan pergantian CEO terhadap kinerja perusahaan, menggunakan faktor usia sebagai salah satu penyebab terjadinya pergantian CEO, menggunakan *matched sample* bisa menggunakan *size* perusahaan atau karakteristik perusahaan lainnya sehingga hasil yang diperoleh berupa perbandingan antara perusahaan yang melakukan pergantian CEO dan tidak bisa lebih akurat atau seimbang.

DAFTAR PUSTAKA

- Asthana, S., dan Balsam, S., 2010, *The Impact of Changes in Firm Performance and Risk on Director Turnover*, *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 9, No. 3, pp. 244-263.
- Berry, T.K., Bizjak, J.M., Lemmon, M.L, and Naveen, L., 2000, *CEO turnover and firm diversification*, working paper, Notthera Illinois University
- Clayton, M.J., Hartzell, J.C. dan Rosenberg, J.V., 2003, *The Impact of CEO Turnover on Firm Volatility*, working papers dari ssrn.com.
- Coates, J.C., dan Kraakman, R., 2010, *CEO Tenure, Performance and Turnover in S&P 500 Companies*, Working Paper, Harvard Law School Cambridge.
- Defond, M.L., dan Park, C.W., 1999, *The Effect of Competition on CEO Turnover*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, pp. 35-56.
- Defond, M.L., dan Hung, M., 2004, *Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from worldwide CEO turnover*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 2, pp. 269-312.
- Eisfeldt, A.L., dan Kuhnen, C.M., 2013, *CEO Turnover in A Competitive Assignment Framework*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, pp. 351-372.
- Ghozali, I., 2013, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21*, Edisi 7, Semarang: Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harrison, J.R., Torres, D.L., dan Kukalis, S., 1988, 1988, *The Changing of the Guard: Turnover and Structural Change in the Top-Management Positions*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, No.2, pp. 211-232.
- Hartono, 2008, *SPSS 16.0 Analisis data Statistika dan Penelitian*, Edisi ke I, Cetakan I, Yogyakarta: LSFK2P bekerjasama dengan Pustaka Pelajar.
- Hu dan Leung, 2012, *Top Management Turnover, Firm Performamce and Government control: Evidence from China's Listed State-owned Enterprise*, *The International Journal of Accounting*, Vol. 47, pp. 235-262.
- Kato, T., dan Long, C., 2006, *Executive turnover and Firm Performance in China*, *The American Economic Review*, Vol. 96, No. 2, pp. 363-7.

- Leker, J., dan, Salomo, S., 2000, *CEO Turnover and Corporate Performance, Scandinavian Journal of Management*, Vol. 16, pp. 287-303.
- Lindrianasari, Hartono, J., 2012, *Antecedent and Consequence Factors of CEO Turnover in Indonesia, Journal of Management Research*, Vol. 35, No. 3/4, pp. 206-224.
- Nugroho, B.A., 2005, *Strategi Jitu Memilih Metode Statistik Penelitian dengan SPSS*, Yogyakarta: Penerbit ANDI.
- Pfeffer, J., Leblebici, H., 1973, *Executive Recruitment and The Development Of Interfirm Organization, Administrative Science Quarterly*, Vol. 18, pp. 449-461.
- Puffer, S.M., dan Weintrop, J.B., 1991, *Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectation, Administrative Science Quarterly*, Vol. 36, pp. 1-19.
- Rachpradit, P., Tang, J.C.S., dan Khang, D.B., 2012, *CEO Turnover and Firm Performance, Evidence From Thailand, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 12, Iss. 2, pp. 164 – 178.
- Setiawan, D., 2008, *An Analysis Of Market Reaction To CEO Turnover Announcement: The Case In Indonesia, International Business & Economics Research Journal*, Vol. 7 No. 2, pp. 119-27.
- Setiawan, D., Hananto, S.T., dan Kee, P.L., 2011, *An Analysis Of Market Reaction To Chief Executive Turnover Announcement In Indonesia: A Trading Volume Approach, Journal Of Business And Economics*, Vol. 9, No. 11, pp. 63-72.
- Smith, F., Wright, A. dan Huo, Y.P., 2008, *Scapegoating Only Works If The Herd Is Big: Downsizing, Management Turnover, And Company Turnaround, International Journal Of Business Strategy*, Vol. 8 No. 3, pp. 72-83.
- Uyanto,S.S., 2009, *Pedoman Analisis Data dengan SPSS*, Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Weisbach, M., 1988, *Outside Directors and CEO Turnover, Journal of Financial Economics* 20, pp. 431-460.
- Zmijewski, M., 1984, *Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models, Journal of Accounting Research Supplement*, pp. 59-82.