

KINERJA AKUNTANSI DAN KINERJA PASAR SEBAGAI ANTESEDEN DAN KONSEKUENSI ATAS PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO)*: KASUS DARI INDONESIA

Oleh:

Lindrianasari¹ dan Jogyanto Hartono²

ABSTRACT

This study aimed to test the usefulness of accounting information and market of the CEO turnover issues in Indonesia. The results of this study is planned for the long term to capture the overall factors that affect CEO turnover in Indonesia, not only from the accounting side but also from market side, so it can make a significant contribution for the company strategy to determine the corporate governance' setting. Previous research show inconclusive results about CEO turnover is whether the antecedent factors and consequences. Also, the issue of CEO turnover research is still very rarely done in Indonesia, since the turn of information not generally available.

The sample used is all firms that are identified through the turn (either routine or non-routine) in the company's top management level (in this case is President Director). The main advantage of this study is to use the sample all firms that conduct the CEO turnover period 1998-2006, and subsequently determine the accounting variables that allegedly able to explain these changes. For the companies that during the year observations is never do turnover action we define as a control sample. Final sample that we used for testing accounting data is as much as 140 companies, consisting of 81 companies that make the turnover and the 59 companies that did not. For the final sample testing of market data totaled 131 firms, consisting of 77 companies that make the turnover and the 54 companies that did not. Final sample for the second data source is set after considering the availability of data and the confounding effects during the observation period.

Both of accounting data and market data are tested using logit models (separately), because the dependent variable used is a binary variable, 1 for turnover and 0 for others. The results of test show that accounting data (i.e. Total Asset, Total Sales, ROA, ROE and Earnings), statistically have a negative significant effect of turnover decisions while CurRatio and D/ Equity is not significant. The results of test for market data show the performance of stock prices statistically negative significant effect, while market risk have a statistically positive significant effect. This finding is consistent with previous research which states that in the CEO turnover decision making, the company will consider the performance of accounting and market performance achievements of the CEO. From the results of different test by using paired t-test samples, we found the stock price rose significantly after the turnover while the risk of being seen significant decreases. These findings reveal a positive response to the changing market. And finally, from the analysis of this study we conclude that the better performance of both (accounting and market) then there is a tendency for the incumbent CEO who will not be fired and the worse the performance of both the CEO who is appointed will have the potential to be replaced (down position or enter to the board of commissioners) and fired from the company as ultimately.

Keywords: *CEO Turnover, Accounting Performances, Market Performances, Antecedences, Consequences.*

¹ Mahasiswa S3 Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis UGM, Dosen Fakultas Ekonomi UNILA

² Dosen dan Peneliti Fakultas Ekonomika dan Bisnis UGM

1. Pendahuluan

Suatu tata kelola perusahaan adalah penyusunan tim yang akan bekerja mulai dari menetapkan rencana hingga mencapainya, merupakan kerangka dasar yang akan menentukan pola, arah dan capaian kinerja perusahaan. Bagi perusahaan, memiliki tim manajemen yang kokoh menjadi alasan penting untuk memenangkan persaingan di dunia bisnis yang sulit diprediksi perubahannya. Di negara yang telah memiliki teknologi yang sangat canggih sekalipun, yang terkadang derajat pengaruh pimpinan eksekutifnya sudah tidak signifikan bagi perusahaan karena sistem manajemen telah berjalan dengan baik, sebagian hasil penelitian menunjukkan bahwa pergantian CEO (paksaan maupun sukarela) memiliki dampak yang (positif maupun negatif) signifikan terhadap kinerja perusahaan. Pengganti (*successor*) CEO juga menjadi pertimbangan penting dalam isu pergantian yang berbeda. Pengganti eksternal dibutuhkan dalam kondisi pergantian secara paksaan saat perusahaan dihadapkan pada kinerja yang memburuk, karena pengganti eksternal diharapkan membawa strategi baru yang berbeda dari strategi sebelumnya yang telah menurunkan kinerja perusahaan. Sementara dalam kasus pergantian secara sukarela, saat CEO keluar karena memiliki peluang yang lebih baik di pasar kerja, umumnya dewan direksi akan memilih pengganti internal yang telah memahami strategi jangka panjang perusahaan sehingga tidak menimbulkan perubahan besar, karena dalam isu pergantian sukarela biasanya perusahaan tidak dihadapkan pada permasalahan kinerja yang buruk.

Salah satu perusahaan nasional di Indonesia melakukan pergantian CEO pada saat kinerja perusahaan tidak memperlihatkan pertumbuhan yang signifikan padahal perusahaan tersebut memiliki kapasitas yang memadai untuk memenangkan persaingan bisnis. Seorang CEO baru bank nasional di Indonesia, yang sebelumnya adalah top eksekutif *Bank of America* dan saat ini menjabat menteri keuangan, langsung merotasi 58 kepala divisi dan kepala grup Bank yang dipimpinannya karena sudah bertahun-tahun duduk pada posisi tersebut. Kinerja

yang meningkat secara signifikan langsung dirasakan oleh perusahaan perbankan tersebut tak lama setelah perubahan kepemimpinan yang membawa strategi baru tersebut terjadi. Kondisi ini mengindikasikan bahwa kehadiran CEO baru memang dibutuhkan pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah, dengan harapan pergantian tersebut dapat memperbaiki kinerja perusahaan (Warta Ekonomi Edisi 08/XXI/2009).

Studi ini dilakukan untuk memberikan gambaran tentang fenomena pergantian CEO di Indonesia yang sebelumnya sangat jarang dilakukan, karena sulitnya data pergantian tersebut. Penelitian ini sangat penting dilakukan karena kontribusinya akan signifikan bagi penetapan strategi dalam tata kelola perusahaan. Kami telah melakukan review atas 100 artikel terkait dengan isu pergantian. Dan kami telah memetakan pula hasil temuan penelitian terdahulu tersebut, seperti yang tersaji pada Gambar 1. Studi ini juga diharapkan dapat memberikan informasi berdasar pada bukti empiris bagi perusahaan (khususnya pemilik) untuk menentukan perlakuannya terhadap CEO perusahaan, dalam kinerja yang baik ataupun yang buruk yang dimilikinya, dengan menggunakan informasi akuntansi. Perlakuan terhadap CEO yang berkinerja baik dan perlakuan terhadap CEO yang kurang berkinerja baik (bahkan yang berkinerja buruk) di perusahaan dengan tepat, dapat menciptakan tata kelola perusahaan yang lebih baik sehingga keberhasilan strategi perusahaan yang telah ditetapkan sebelumnya sebagai *organizational blueprint* menjadi sesuatu yang mungkin dicapai. Teori agensi memberikan argumentasi yang kuat atas fenomena yang terkait dengan pergantian CEO ini. Oleh sebab itu, studi ini kami arahkan untuk mencari jawaban atas pertanyaan apakah informasi akuntansi dan pasar berpengaruh terhadap keputusan pergantian CEO di Indonesia.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Studi di area pergantian CEO di bidang akuntansi dan pasar modal telah dimulai oleh Coughlan and Schmidt, (1985); Warner et al., (1988); dan Weisbach, (1988). Mereka telah menganalisis

pergantian CEO dan mulai mengembangkan literatur di bidang kajian ini. Namun hingga saat ini, hanya sedikit studi yang melakukan penjelasan tentang variasi antar perusahaan dalam kaitan antara akuntansi dan pengukuran kinerja berbasis pasar terhadap keberlanjutan kerja eksekutif. Isu pergantian CEO sangat baik dijelaskan dengan menggunakan teori agensi (lihat Clayton et al. 2003, Engle et al. 2003, Kato and Long 2006, dan Wang and Davidson 2009), yang mana teori ini menjelaskan adanya konflik antara pemilik dan agen sehingga harus ada suatu kontrak yang memberikan keuntungan bagi kedua belah pihak.

2.1. Anteseden Pergantian CEO

Faktor anteseden yang ditemukan memainkan peran di dalam keputusan dewan direksi melakukan pergantian CEO diantaranya adalah kinerja akuntansi, kinerja saham, personalitas CEO, susunan dewan direksi, merger dan akuisisi, organisasional serta auditing. Pada review yang dilakukan Kesner and Sebora (1994: 356), mereka menyimpulkan bahwa pergantian sering diperlakukan sebagai variabel dependen, dan temuan konsisten bahwa tingkat pergantian lebih tinggi terjadi pada kinerja perusahaan yang rendah. Namun begitu, Finkelstein and Hambrick (1996) menyatakan bahwa kinerja sebelum pergantian menjelaskan persentase varian yang sangat lemah. Hal ini mengindikasikan bahwa hubungan variabel yang akan diikuti pergantian masih lemah. Pernyataan ini ditemukan di banyak studi terdahulu (lihat: Miller, 1991; Cannella and Lubatkin, 1993; Zajac and Westphal, 1996; Finkelstein and Hambrick, 1996).

2.1.1. Kinerja Akuntansi

Penelitian Smith, Wright and Huo (2008) menggunakan variabel yang ditemukannya signifikan secara statistika pada penelitian terdahulu. Variabel yang ditawarkan dalam papernya diantaranya adalah *Total Assets*, sebagai proksi untuk ukuran perusahaan yang menggunakan natural log untuk mengontrol ketidaklinieran data yang sangat tinggi; *Total Debt*, variabel memperlihatkan akses untuk pasar modal yang menggunakan natural log untuk mengatasi

masalah linearity; *Book value of equity*, untuk mewakili investasi keuangan oleh pemegang saham dan variabel ini juga penting untuk memantapkan kekuatan keuangan perusahaan; *Debt to equity*, merupakan rasio umum yang digunakan di dalam penelitian yang menjadi proksi tingkat hutang.

Hasil yang signifikan dengan *p-value* yang lebih kecil dari 0,05 untuk semua sampel, termasuk Total Assets, Total Debt, Book Value of Equity, Current Assets, dan Current Liabilities untuk perusahaan yang *survive*. Estimasi koefisien untuk *current ratio* adalah negatif dan secara statistika signifikan, suatu hasil yang menurut Smith et al. mendukung pada temuan studi Altman et al. (1977) dan Hill et al. (1996).

Return on Assets (ROA). Variabel ini banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya yang menganalisis rasio akuntansi salah satunya adalah *return on assets* (Virany, Tushman, and Romanelli, 1985; Harrison, Torres, and Kukalis, 1988, Shen 2007). ROA ditemukan berhubungan negatif dengan pergantian dari luar. Tidak ada yang menjelaskan secara jelas, mengapa para peneliti menggunakan variabel ROA. Sepertinya, ini hanyalah tentang pilihan terhadap sekian banyak variabel rasio akuntansi yang ada. Namun begitu, hubungan negatif yang ditemukan dari penelitian terdahulu mengindikasikan bahwa memburuknya kinerja perusahaan yang tercermin dari semakin rendahnya nilai pengembalian assets perusahaan menjadi dorongan pergantian CEO.

Earnings (EBIT). Engel, Hayes and Wang (2003) dan DeFond and Hung (2004) menggunakan variabel earnings di dalam penelitian mereka. Tujuan paper yang ditulis oleh Engel et al. (2003) mempelajari bagaimana hubungan antara berbagai pengukuran kinerja dan pergantian CEO yang dipengaruhi oleh sifat-sifat sistem akuntansi. Secara khusus, Engel et al. menguji variasi cross-sectional pada posisi penting informasi akuntansi pada keputusan CEO, dan menghubungkan sifat-sifat ini pada ukuran kinerja. DeFond and Park (1999) menyatakan bahwa perusahaan di dalam industri yang kurang terkonsentrasi memiliki perusahaan

pembandingan yang luas. Engel et al. (2003) menemukan bahwa pergantian CEO lebih umum terjadi pada industri yang kurang terkonsentrasi. Temuan ini konsisten dengan penelitian DeFond and Park (1999) bahwa direksi dapat belajar lebih cepat tentang kemampuan CEO pada jenis industri ini dan selanjutnya dapat mengganti CEO yang kinerjanya buruk secepatnya. Hasil ini hanya ditemukan DeFond and Park (1999) pada sampel perusahaan yang mengalami pergantian. Engle et al. (2003); DeFond and Park (1999) di dalam hasil penelitian mereka menemukan hubungan yang negatif dalam hubungan antara earnings dan pergantian. Temuan ini memperkuat posisi earnings sebagai faktor antaseden dari pergantian.

Penjualan. Hubungan antara fungsionalitas pergantian dengan pertumbuhan penjualan (sebagai proksi dari kinerja organisasional) mengindikasikan adanya hubungan positif yang signifikan secara statistika. Hasil ini ditemukan dalam studi yang dilakukan oleh Beadles II (2002). Dalam studinya, Beadles II memisahkan pergantian dalam bentuk fungsional dan frekuensi. Namun dalam penelitian kami, kami akan menggunakan pergantian secara umum seperti yang digunakan di penelitian terdahulunya (seperti Denis and Denis 1995, Dedman and Lin 2002, dan DeFond and Hung 2004).

Ha₁: Kinerja akuntansi berpengaruh terhadap pergantian CEO

2.1.2. Kinerja Saham dan Risiko

Hasil penelitian empiris terdahulu telah memberi hasil yang masih konflik tentang kinerja saham perusahaan. Warner, Watts and Wruck (1988) menemukan hubungan yang signifikan antara kinerja saham yang buruk dengan frekuensi pergantian manajemen tetapi tidak menemukan hubungan yang signifikan antara kelebihan return untuk pemegang saham pada pengumuman pergantian manajemen. Warner et al. (1988) dan Jensen and Warner (1988) melaporkan temuan return tidak normal pada pengumuman perubahan manajemen merupakan gabungan dari efek informasi pengumuman itu sendiri dan efek informasi yang lainnya. Efek informasi sesungguhnya memiliki hubungan negatif jika perubahan menyiratkan bahwa kinerja

perusahaan sangat buruk sehingga pasar mewujudkan dalam return. Beatty and Zajac (1985) juga menemukan hubungan return yang negatif (namun) tidak signifikan pada pengumuman perubahan manajemen sedangkan Furtado and Rozeff (1987) serta Weisbach (1988) melaporkan return yang positif signifikan pada pengumuman perubahan manajemen.

Harga Saham. Paper Warner et al. (1988) adalah salah satu studi yang mengawali dalam kajian pergantian CEO di bidang akuntansi. Studi ini menguji hubungan antara harga saham dan return pasar perusahaan dengan perubahan manajemen puncak. Mereka menemukan terdapat hubungan negatif (terbalik) antara probabilitas perubahan manajemen dengan kinerja saham perusahaan. Paper Engle et al. (2003) menguji bagaimana memberikan bobot kinerja berbasis pasar di dalam keputusan pergantian CEO yang dikaitkan dengan sifat-sifat pembobotan sebagai ukuran kinerja manajerial dengan menggunakan sampe pergantian CEO secara paksaan (*forced departures*).

Beatty & Zajac (1987) memberikan argumentasi di dalam studinya tentang suatu pandangan yang berbeda dari topik penelitian sejenis. Beatty and Zajac menguji hipotesis dengan menggunakan disain penelitian *longitudinal/ cross-sectional*, dengan sampel sebanyak 209 perusahaan besar. Hasil yang mereka peroleh memperlihatkan bahwa pengumuman pergantian CEO biasanya berhubungan dengan penurunan di dalam nilai perusahaan, sebagaimana yang terefleksi di dalam persepsi pasar saham, dan selanjutnya penganti CEO (baru) cenderung untuk mempengaruhi secara signifikan keputusan produksi dan investasi di dalam perusahaan. Dua aliran penelitian yang dilakukan mereka adalah yang berhubungan dengan perubahan kepemimpinan dan perubahan kinerja. Pengujian pertama terhadap dampak pergantian kepemimpinan, sebagai tandingan untuk menganalisis dampak kepemimpinan. Perdebatan dalam *competing theories* dilakukan oleh beberapa grup. Sebagai contoh, pernyataan yang “*common-sense*” menyatakan bahwa pergantian manajerial akan mendorong meningkatkan kinerja organisasional, ditentang dengan menggunakan “*vicious circle*” (Grusky

1963) berargumen bahwa pergantian manajerial menurunkan kinerja. Ritual teori “kambing hitam” (Gamson and Scotch 1964), di sisi lain, mempostulatkan tidak ada hubungan yang signifikan antara pergantian dengan kinerja.

Risiko. Analisis yang dilakukan Farrell and Whiedbee (2003) menunjukkan bahwa dewan direksi berfokus pada simpangan kinerja yang diharapkan, bukan pada kinerja CEO itu sendiri, dalam membuat keputusan pergantian CEO, terutama bila ada perjanjian (tanpa toleransi/kurang menyebar) di antara para analis tentang peramalan earnings perusahaan atau pada saat terdapat sejumlah besar analis mengontrol perusahaan. Selain itu, hasil Farrell and Whiedbee menunjukkan bahwa dewan direksi sepertinya menunjuk seorang CEO yang akan mengubah kebijakan dan strategi perusahaan (yaitu, yang berasal dari luar) ketika diperkirakan pertumbuhan EPS selama 5 tahun yang menurun dan terdapat ketidakpastian yang lebih besar (lebih menyebar) di antara analis tentang peramalan perusahaan jangka panjang.

Ha₂: Kinerja pasar berpengaruh signifikan terhadap pergantian CEO

2.2. Dampak Pergantian CEO

Hasil penelitian dalam kajian konsekuensi pergantian CEO mengindikasikan bahwa pergantian dapat memiliki efek positif terhadap kinerja jika CEO yang keluar adalah personal yang tidak menciptakan kinerja yang baik bagi perusahaan (lihat Helmich, 1974; Davidson, Worrell and Dutia, 1993). Namun, sebagian penelitian juga menemukan efek negatif dari pergantian (Grusky, 1963; Allen, Panian, and Lotz, 1979; Carroll, 1984; Beatty and Zajac, 1987; Haveman, 1993), karena menimbulkan gangguan bagi organisasional. Hasil penelitian lainnya memandang pergantian tidak memiliki konsekuensi terhadap kinerja jika pergantian tersebut hanya sebagai “kambing hitam/*scapegoating*” (Gamson and Scotch, 1964; dan Boeker, 1992).

2.2.1. Kinerja Pasar

Studi Beatty and Zajac (1987) juga menguji dampak (konsekuensi) pergantian dan menguji kandungan informasi pada pengumuman pergantian CEO. Untuk membuktikan bahwa

pengumuman diantisipasi secara penuh dan benar oleh pelaku pasar, dengan harapan terdapat perubahan di dalam harga saham sehubungan dengan pengumuman pergantian CEO. Mereka menghipotesiskan bahwa harga saham perusahaan berhubungan dengan pengumuman pergantian CEO.

Ha₃: Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja pasar sebelum dan setelah pergantian CEO

3. Metoda Penelitian

3.1. Data dan Sampel Penelitian

Data yang digunakan di dalam penelitian ini adalah semua data pergantian CEO periode 1998-2005. Pergantian yang terjadi periode 2001-2003 dan selama empat tahun berturut-turut tidak melakukan pergantian adalah sampel yang digunakan di dalam penelitian ini. Karena kami berasumsi, CEO ini akan membawa perubahan di perusahaan hingga tahun 2005. Data diperoleh dari investigasi langsung pada laporan keuangan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 8 tahun amatan. Konsisten dengan studi terdahulu, kami akan menggunakan posisi Presiden Direktur di dalam perusahaan sebagai CEO (dalam DeFond and Hung 2004) jika perusahaan tidak menggunakan istilah CEO secara tertulis. Data pergantian CEO diperoleh dengan melakukan penelusuran data perusahaan dengan membandingkan nama Presiden Direktur perusahaan selama tahun amatan. Dengan cara ini kami berharap memperoleh informasi jika terjadi perubahan nama CEO. Perubahan nama CEO inilah yang kami maksud dengan pergantian CEO di perusahaan tertentu pada tahun tertentu.

Dari perubahan nama CEO di Indonesia selama 3 tahun, yaitu yang terjadi di tahun 2001 hingga 2003 yang selanjutnya ditetapkan sebagai t_0 untuk selanjutnya menentukan data akuntansi 3 tahun sebelum tahun pergantian. Sementara itu, untuk data pasar kami menggunakan data 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah tahun pergantian. Penelitian terdahulu

umumnya menggunakan periode 5 atau 3 tahun sebelum dan setelah perubahan. Namun, karena sampel penelitian kami akan semakin kecil jika periode amatan kami perluas, maka kami memilih menggunakan periode 3 tahun sebelum dan setelah pergantian. Selama periode 1998-2006 terdapat sekitar 246 pergantian CEO pada perusahaan terbuka di Indonesia. Namun yang memenuhi kriteria pemilihan sampel studi kami (yaitu memiliki data keuangan 3 tahun sebelum pergantian dan data pasar 3 tahun setelah pergantian serta tidak memiliki *confounding effect* seperti restrukturisasi dan manajemen saham), sampel akhir untuk pergantian yang menggunakan data akuntansi adalah sejumlah 81 perusahaan sementara untuk data pasar yang dapat digunakan adalah sebesar 77 perusahaan.

3.2. Pengujian Variabel

Pengujian variabel anteseden (H_{a1} dan H_{a2}) akan menggunakan LOGIT seperti dalam persamaan (1) yang umum digunakan di dalam penelitian yang menggunakan variabel binary sebagai variabel dependen (dalam penelitian ini 1 = pergantian dan 0 = selain itu) serta data yang bersifat *cross sectional*. Model penelitian ini sudah banyak digunakan dalam penelitian Akuntansi dan Manajemen. Zhou, Xiong and Garguli (2009) yang melakukan kajian di bidang akuntansi juga menggunakan model binary ketika mereka menggunakan variabel dependen pengadopsian IFRS dan bukan. Mereka selanjutnya melambangkan ADOPT (1,0). Hoetker (2007) menggunakan model LOGIT dalam penelitiannya di isu manajemen strategik.

Model statistika pengujian studi ini adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{TURNOVER (1,0)} = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln\text{-TAssets}_{it} + \alpha_2 \text{CurRat}_{it} + \alpha_3 \text{DEquity}_{it} + \alpha_4 \ln\text{-TSales}_{it} + \\
 & \alpha_5 \text{ROA}_{it} + \alpha_6 \text{ROI}_{it} + \alpha_7 \text{Earnings}_{it} + \alpha_8 \ln\text{-SPrice}_{it} + \alpha_9 \text{Risk}_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

H_{a3} untuk kinerja pasar diuji dengan menggunakan *paired t-test samples* karena hipotesis ini berusaha untuk menguji beda rata-rata dua mean yang berasal dari sampel yang sama.

3.2.1. Pengujian tambahan

Pada penelitian ini, kami akan melakukan pengujian untuk pergantian yang terjadi secara rutin dan non-rutin sebagai tambahan hasil untuk menjelaskan isu pergantian di Indonesia. Pengujian tambahan ini diharapkan dapat memberikan kekuatan penjas terhadap hasil pengujian utama. Model penelitian ini secara keseluruhan kami perlihatkan pada Gambar 2.

3.3. Variabel Penelitian

3.3.1. Kinerja Akuntansi dan Pasar Yang Menjelaskan Pergantian (Pergantian CEO sebagai Variabel Dependen)

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel yang telah digunakan di dalam penelitian sebelumnya (seperti Smith, Wright and Huo 2008) yaitu variabel yang ditemukan signifikan secara statistika di dalam penelitian sebelumnya. Variabel yang kami gunakan adalah:

- a) *Total assets (ln-TAsset)*, sebagai proksi untuk ukuran perusahaan, dan digunakan natural log untuk mengontrol ketidaklinieran data yang sangat tinggi. Variabel ini diduga memiliki hubungan negatif terhadap pergantian karena *total assets* yang meningkat mencerminkan pertumbuhan positif perusahaan.
- b) *Current ratio (CurRat)*, formulasi $\text{current assets}/\text{current liabilities}$, dan disajikan sebagai proksi untuk kekurangan keuangan jangka pendek. Penelitian dalam kasus kebangkrutan sebelumnya menunjukkan hubungan yang negatif terhadap probabilitas pergantian (Flagg and Giroux, 1991, Zmijewski, 1984, and Altman, 1977) dalam Smith et al. 2008.
- c) *Debt to equity (DEquity)*, merupakan rasio umum yang digunakan di dalam penelitian yang menjadi proksi tingkat hutang. Semakin tinggi rasio total *debt-to-total-equity* yang ditemukan oleh Zmijewski (1984) – dalam Smith et al. 2008, semakin signifikan peningkatan probabilitas pergantian.

- d) *Total sales (In-TSales)*, yang menjadi ukuran kinerja operasional manajemen perusahaan dengan dinatural log-kan untuk mengontrol ketidaklinieran data. In-TSales diduga berhubungan negatif terhadap pergantian, yang artinya In-TSales yang tinggi tidak akan mendorong pergantian CEO.
- e) *Return on Assets (ROA)*. Merupakan ukuran kinerja yang diperoleh dari perbandingan dari earnings dengan total asset. Semakin baik ROA, pergantian tidak akan terjadi.
- f) *Return on Equity (ROE)*, sebagai alternatif pertimbangan keberhasilan manajemen terhadap pengembalian ekuitas perusahaan. Nilai ROE diperoleh dari persamaan earnings dibagi dengan total ekuitas. Variabel ini diduga memiliki hubungan negatif terhadap pergantian, sehingga kegagalan di dalam pengembalian modal menjadi alasan terjadinya pergantian bagi perusahaan.
- g) *Earnings*. Ukuran ini digunakan Engle et al. (2003); DeFond & Hung (2004) dan memberikan hubungan yang negatif antara earnings dan pergantian. Ukuran ini menjadi hal yang sangat umum dan banyak digunakan sebagai pertimbangan kinerja manajemen. Kami menggunakan *net income* untuk mewakili earnings.
- h) Harga Saham (*In-SPrice*). Yang menjadi ukuran keberhasilan manajer untuk meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan. Harga saham yang semakin turun diduga akan meningkatkan probabilitas pergantian.
- i) Risiko (*Risk*). Farrell and Whiedbee menguji pergantian CEO dan keputusan pengganti dari perspektif yang berbeda dengan harapan terhadap kinerja. Variabel ini serupa dengan yang digunakan di dalam studi Puffer and Weintrop (1991). Sementara itu, Bushman (2008) menggunakan volatilitas return sebagai proksi risiko. Namun pada penelitian ini kami akan menggunakan **beta pasar** sebagai proksi risiko. Semakin tinggi risiko perusahaan semakin besar pula probabilitas pergantian CEO suatu perusahaan.

3.3.2. Variabel Pasar yang Mengikuti Pergantian CEO

Penelitian kami hanya akan menguji variabel pasar sebagai faktor yang mengikuti isu pergantian. Untuk variabel pasar, jika penelitian sebelumnya menggunakan harga saham harian karena penelitian terdahulu menggunakan tanggal pengumuman pergantian (seperti: Setiawan 2008, Beatty and Zajac 1987), penelitian kami menggunakan harga saham dan risiko tahunan, karena kami menggunakan amatan pada tahun pergantian. Faktor pasar kami duga lebih sensitif terhadap isu pergantian dibandingkan dengan akuntansi karena kinerja akuntansi umumnya membutuhkan rentang waktu yang relatif panjang untuk merespon fenomena yang terjadi.

4. Hasil dan Analisis

4.1. Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan analisis regresi untuk kedua data akuntansi dan data pasar, kami terlebih dahulu melakukan uji klasik untuk kedua sumber data yang digunakan tersebut. Untuk data akuntansi kami tidak menemukan nilai probabilitas untuk pengujian heterokedastisitas dengan menggunakan *test white* sebesar 0,996. Nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05 ini mengindikasikan data yang digunakan memenuhi asumsi homokedastisitas. Pada pengujian multikolinieritas, kami menemukan nilai *R-squared* yang sebesar $0.31 <$ dari 0.50 (dari pengujian model variabel) menandakan tidak terjadi multikol dalam data (antar variabel). Oleh sebab itu, pada data akuntansi kami dapat menyimpulkan bahwa data yang digunakan baik dan konsisten dengan penggunaan alat statistika berikutnya. Selanjutnya, pada pengujian asumsi klasik untuk data pasar, kami juga menemukan bahwa pada data yang digunakan tidak terjadi multikolinieritas, nilai *R-squared* yang sebesar $-2,32 <$ dari 0.89 (*R-square* untuk keseluruhan model variabel), namun tidak dapat memenuhi asumsi homokedastisitas karena $\text{prob} < 0,05$ maka asumsi homoskedastisitas tidak terpenuhi. Hal ini diduga karena jumlah variabel independen pada persamaan ini hanya dua dan berasal dari karakteristik yang berbeda (ln dan

rasio). Namun begitu, kami berkeyakinan bahwa data pasar yang kami gunakan ini cukup memenuhi persyaratan untuk selanjutnya dilakukan pengujian.

4.2. Hasil Regresi LOGIT pada Kinerja Akuntansi

Studi kami melakukan pengujian terhadap data akuntansi dan data pasar sebagai faktor yang dipertimbangkan di dalam isu pergantian CEO di Indonesia. Perusahaan yang tidak melakukan pergantian CEO selama 4 tahun berturut-turut periode amatan menjadi target analisis kami. Sementara sampel kendali yang digunakan adalah perusahaan yang selama lima tahun periode amatan tidak pernah melakukan pergantian CEO.

Secara keseluruhan, hasil pengujian LOGIT untuk data akuntansi yang digunakan di dalam studi ini (seperti *Total Asset*, *Current Ratio*, *Debt to Equity*, *Total Sales*, *ROA*, *ROE* dan *Earnings*) memperlihatkan signifikan terhadap keputusan pergantian pada level $p < 0,000$. Dan secara sendiri-sendiri, 5 dari 7 variabel akuntansi memperlihatkan signifikansi pada level $p \leq 0,05$. Nilai ini didukung dengan *omnibus test* dari pengujian *chi-square* yang memperlihatkan pengaruh model anteseden akuntansi dan pasar yang sangat kuat signifikansinya, masing-masing ($p = 0,000$). Nilai *chi-square omnibus test of model coefficients* yang kurang dari $p = 0,05$ ini menandakan bahwa hipotesis nul penelitian yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara variabel independen terhadap dependennya adalah ditolak. Selanjutnya, Nagelkerke's *R square* yang merupakan modifikasi dari koefisien cox and snell *R square* yang digunakan sebagai pertimbangan untuk memastikan variasi hubungan untuk masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Pengaruh variabel bebas secara bersama ditunjukkan dengan nilai Nagelkerke's *R square* sebesar 0.67 pada variabel akuntansi dan 0.98 pada variabel pasar, sementara secara parsial nilai Nagelkerke's *R square* ditunjukkan dengan *Wald* dan signifikansi. Khusus variabel pasar, nilai *Wald*nya tidak dapat dijelaskan karena hubungan yang sangat kuat ini.

Tabel 2 menjelaskan karakteristik dan hasil pengujian yang dilakukan di dalam penelitian ini berikut dengan sampel yang digunakan. Panel A dalam Tabel 2 menguji pengaruh pergantian terhadap pergantian CEO dari 140 sampel perusahaan yang terdiri dari 59 perusahaan tanpa pergantian dan 81 perusahaan dengan pergantian. memperlihatkan pengujian logit untuk data akuntansi. Dengan menggunakan data akuntansi, hasil analisis memperlihatkan bahwa dari tujuh variabel akuntansi yang dianalisis di dalam studi ini, lima variabel menunjukkan signifikansi terhadap pergantian. Total Sales dan Earnings signifikan pada level $p \leq 0.05$, Total Asset dan ROE signifikansi pada level $p = 0.05$, dan untuk ROA variabel ini memperlihatkan signifikan yang paling kuat yaitu sebesar $p \leq 0.0000$. Namun begitu, kami tidak menemukan signifikansi ini pada variabel *Current Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* terhadap pergantian.

Temuan hasil studi ini mendukung hipotesis pertama kami bahwa kinerja akuntansi memiliki pengaruh signifikan terhadap pergantian CEO. Lima variabel akuntansi berpengaruh signifikan terhadap pergantian ini mendukung penelitian Smith et al. (2008). Dengan terduduknya hipotesis ini, kami mengkalim bahwa hasil studi ini sejalan dengan harapan dari peneliti sebelumnya, Engel, Hayes, and Wang (2003), yang berharap informasi akuntansi menjadi informasi yang dipertimbangkan pada saat pembuatan keputusan penting di perusahaan. Variabel ROA yang menunjukkan signifikansi hubungan yang kuat pada pergantian juga konsisten terhadap temuan Shen (2000) yang menguji ROA dan menemukan signifikansinya terhadap pergantian. Hasil ini mengindikasi bahwa kinerja akuntansi menjadi faktor yang dipertimbangkan oleh pihak perusahaan ketika memutuskan pergantian CEO.

4.3. Hasil Regresi LOGIT pada Kinerja Pasar

Panel B memperlihatkan hasil dari pengujian data pasar. Dengan menggunakan sampel sebanyak 131 yang terdiri dari 77 sampel perusahaan yang melakukan pergantian dan 54 perusahaan kendali (yang tidak melakukan pergantian), hasil analisis kami menemukan

dukungan yang sangat kuat terhadap pengaruh variabel harga saham (*Sprices*) dan *Risk*. Harga saham kami dapatkan secara statistika berhubungan negatif (z-statistika -3.9989) signifikan pada level $p < 0.000$, dan begitu juga pada variabel risiko yang secara statistika berhubungan positif (z-statistik 4.6189) signifikan terhadap pergantian CEO perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa harga saham yang menurun selama rata-rata tiga tahun mendorong terjadinya pergantian CEO. Harga saham yang ditemukan menjadi faktor penentu saat memutuskan pergantian dalam hasil studi kami ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Eagle et al. (2003), Beatty and Zajac (1987), DeFond and Hung (2004), serta Warner, Watts and Wruck (1988).

Serupa dengan harga saham, risiko perusahaan yang semakin meningkat berhubungan positif dengan probabilitas pergantian. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki risiko yang tinggi akan dipandang sebagai perusahaan yang buruk kinerjanya sehingga harus dilakukan suatu perbaikan, dan dalam hal ini CEO adalah orang yang dianggap paling bertanggungjawab atas memburuknya kinerja pasar perusahaan sehingga perlu dilakukan pergantian. Temuan ini konsisten dengan hasil studi Farrell and Whidbee (2003) yang menemukan hubungan positif dengan menggunakan penyimpangan EPS dari peramalan analisis. Hasil temuan ini sekaligus mendukung hipotesis kedua kami bahwa kinerja pasar menjadi variabel yang berpengaruh di dalam menentukan pergantian CEO di Indonesia.

4.4. Hasil Uji Beda pada Kinerja Pasar

Pada data pasar kami melakukan uji beda harga saham dan risiko pasar perusahaan tiga tahun sebelum dan tiga tahun setelah tahun pergantian CEO dengan menggunakan *paired sampel t-test* (uji *t* sampel berpasangan). Tabel 2 Panel C menunjukkan hasil uji beda terhadap 72 perusahaan, dan kami menemukan adanya perbedaan yang signifikan terhadap harga saham dan risiko pasar perusahaan antara sebelum dengan setelah pergantian CEO di Indonesia. Mean harga saham sebelum pergantian adalah sebesar 1134,028 (*SPBefore*) sedangkan mean setelah

pergantian meningkat hingga 1747,986 (*SPA*After). Dari hasil pengujian sampel berpasangan secara statistika terdapat perbedaan yang signifikan pada level 0.05 pada harga saham. Hasil ini mendukung hasil studi Johnson et al. (1985) dan Warner et al. (1988) yang menemukan dan melaporkan reaksi harga saham yang positif setelah pergantian, namun kedua peneliti ini tidak berhasil memperlihatkan signifikansi reaksi harga saham.

Risiko pasar, selanjutnya, ditemukan signifikan pada level 0,0001 dengan $t = 31.471$. Mean risiko pasar sebelum pergantian adalah sebesar 2.380 (*RiskBefore*) dan menurun secara signifikan menjadi 0.497 (*RiskAfter*) setelah pergantian. Hasil pengujian kedua variabel pasar ini, mendukung hipotesis ketiga kami yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan kinerja pasar setelah dan sebelum pergantian. Hasil ini mengindikasikan bahwa pergantian CEO diapresiasi positif oleh pelaku pasar sehingga meningkatkan kinerja harga saham perusahaan dan menurunkan risiko pasar, dengan kata lain pergantian CEO dipandang oleh pelaku sebagai upaya perusahaan untuk memperbaiki kinerja perusahaan di masa datang dan dapat meningkatkan kesejahteraan bagi pemiliknya. Hasil ini sekaligus membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan pergantian CEO, yang umumnya berasal dari perusahaan yang mengalami penurunan kinerja saham selama tiga tahun menjelang pergantian, dapat memperbaiki kinerja pasar perusahaan paling tidak selama tiga tahun setelah pergantian. Gambar 3. memperlihatkan perubahan yang terjadi pada harga saham dan risiko setelah pergantian CEO.

Secara keseluruhan, pengujian yang didasarkan pada data pasar, hasil studi kami menemukan reaksi positif dan signifikan terhadap pergantian dan hal ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Reinangun (1985), Borstadt (1985), Furtado and Rozeff (1987) serta Dedman and Lin (2002) yang menemukan reaksi pasar terhadap pergantian namun tidak signifikan. Denis and Denis (1995) menemukan dampak pergantian yang positif signifikan untuk keseluruhan eksekutif puncak (CEO dan *chairman*) yang keluar. Furtado and

Rozeff (1987) yang menguji dampak kesejahteraan pemegang saham terhadap pengumuman kepindahan CEO, menemukan hasil yang sama dengan studi di UK yang dilakukan oleh Dahya et al. (1998), yang menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pergantian 67 manajemen puncak yang tidak rutin atas pelaporan dari Extel antara 1989 dan 1992.

4.5. Pengujian Tambahan: Uji Beda pada Kinerja Pasar Berdasarkan Rutin dan Non-Rutin

Sebagai tambahan pengujian, kami melakukan pengujian pada perusahaan yang melakukan pergantian secara rutin dan non-rutin. Pengujian ini kami lakukan untuk memberikan penjelasan yang lebih detil pada isu pergantian. Dari hasil analisis uji beda, kami menemukan perbedaan yang signifikan pada harga saham, pada pergantian rutin dan non-rutin sebelum maupun setelah pergantian. Pergantian yang dilakukan secara rutin memperlihatkan harga saham yang lebih rendah baik sebelum (*SPBeforeR*) maupun setelah pergantian (*SPAAfterR*), masing-masing mean adalah 630.83 dan 747.85. Meskipun terdapat kenaikan harga pada pergantian rutin, namun jika dibandingkan dengan perubahan harga saham pada pergantian non-rutin, sebelum (*SPBeforeN*) dan setelah pergantian (*SPAAfterR*) dengan mean 1829.52 dan 3086.13, mengindikasikan bahwa harga saham pada perusahaan yang melakukan pergantian secara non-rutin lebih diapresiasi positif oleh pasar. Sejalan dengan pendapat para peneliti terdahulu, kami menyimpulkan pergantian non-rutin lebih memberikan sinyal positif dibandingkan dengan pergantian rutin.

Kami mendefinisikan proses pergantian sangat hati-hati. Pergantian non-rutin adalah pergantian yang mengakibatkan CEO lama tidak memiliki menjabat apapun (dewan komisaris atau anggota tim manajemen puncak) di dalam perusahaan semula dan atau di perusahaan yang kepemilikannya sama. Setiawan (2008) menggunakan arahan dari Kang and Shivdasani (1996) dalam mengidentifikasi proses penggantian rutin dan non-rutin. Jika CEO yang keluar beralih menjadi anggota dewan komisaris maka proses penggantian dianggap rutin, sedang sebaliknya.

Selain menjadi anggota komisaris, penelitian kami juga mempertimbangkan pergantian CEO pada perusahaan yang kepemilikannya sama dan juga pertimbangan menjadi anggota tim manajemen puncak. Selanjutnya, kami menemukan perbedaan yang signifikan ($p = 0,04$) pada harga saham sebelum pergantian rutin dengan harga saham sebelum pergantian non-rutin. Begitu juga perbedaan harga saham setelah pergantian yang rutin dengan setelah pergantian non-rutin (signifikan pada level 0.05).

Analisis selanjutnya kami lakukan pada variabel risiko untuk proses pergantian rutin dan non-rutin baik sebelum maupun setelah pergantian. Mean pada risiko sebelum pergantian rutin (*RiskBeforeR*) adalah sebesar 2.409 sedangkan mean risiko sebelum pergantian non-rutin terlihat lebih rendah yaitu sebesar 2.306. Penurunan nilai mean risiko terjadi setelah pergantian rutin dan non-rutin, masing masing menjadi 0.456 dan 0.434. Sekali lagi kami membuat kesimpulan bahwa pergantian non-rutin lebih dipandang memiliki kandungan berita baik dibandingkan dengan pergantian rutin. Dan ini terefleksi dari risiko perusahaan yang semakin menurun pada pergantian non-rutin meskipun tidak signifikan.

5. Simpulan, Implikasi dan Keterbatasan

Studi ini telah memberikan temuan tentang kontribusi informasi akuntansi dan pasar serta reaksi pasar terhadap pergantian CEO di Indonesia. Faktor anteseden dan konsekuensi atas pergantian telah kami analisis dalam penelitian ini dan ini merupakan kontribusi utama penelitian ini. Seluruh sampel yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan pergantian CEO pada tahun tertentu dan penelusuran data akuntansi dan data pasar menjadi usaha kami selanjutnya. Dari tujuan variabel akuntansi yang kami gunakan sebagai anteseden pergantian ditemukan konsisten dan tidak bias untuk variabel *lnTAsset*, *lnRSales*, *ROA*, *ROE* dan *Earnings*. Temuan ini sekaligus menjelaskan tentang kemanfaat informasi akuntansi, yang sangat diharapkan oleh masyarakat akuntansi sebagai informasi yang dipertimbangkan dalam

keputusan perusahaan. Selain informasi akuntansi, informasi pasar terlihat menjadi pertimbangan (anteseden) dan beraksi (konsekuensi) terhadap pergantian. Harga saham yang relatif meningkat setelah masa pergantian serta risiko perusahaan yang menurun signifikan pada level < 0.001 .

Hasil penelitian menginformasikan adanya suatu sinyal terhadap pergantian atas kinerja akuntansi dan pasar yang semakin menurun di perusahaan. Pemilik perusahaan semakin mempertimbangkan kinerja akuntansi dalam pembuatan keputusan penting di perusahaan, dalam hal ini adalah pergantian CEO. Pergantian CEO bukanlah suatu tindakan yang mudah di dalam suatu organisasi karena mengubah CEO berarti mengubah model organisasi dan menyebabkan organisasi “sakit” (Baron, Hanan and Burton 2001). Keberartian informasi akuntansi tidak terlepas dari kualitas informasi tersebut. Di lain pihak, pemilik perusahaan juga harus membuat keputusan pergantian dengan sangat hati-hati, karena tindakan pergantian tersebut mendapat respon yang signifikan dari pasar. Reaksi ini tentunya akan mempengaruhi kesejahteraan yang akan diterima oleh para pemilik pada akhirnya.

Meskipun kami telah melakukan kehati-hatian di dalam melakukan penelitian ini, seperti pemilihan sampel dan pertimbangan data, namun kami masih merasakan kekurangan di dalam penelitian ini yang akan kami perbaiki sebagai motivasi untuk penelitian selanjutnya. Beberapa keterbatasan di dalam penelitian ini adalah belum mempertimbangkan alasan pergantian yang lebih luas seperti pensiun, kematian, atau pergantian yang secara paksaan atau sukarela, yang dari hasil penelitian terdahulu diarea ini memperlihatkan efek yang patut dipertimbangkan. Untuk penelitian selanjutnya, perlu untuk mempertimbangkan karakteristik tersebut berikut dengan personalitas CEO yang keluar dan yang baru. Model Logit hingga saat ini masih menjadi model pengujian statistik yang banyak digunakan untuk regresi yang dependen variabelnya merupakan variabel dikotomi atau binary.

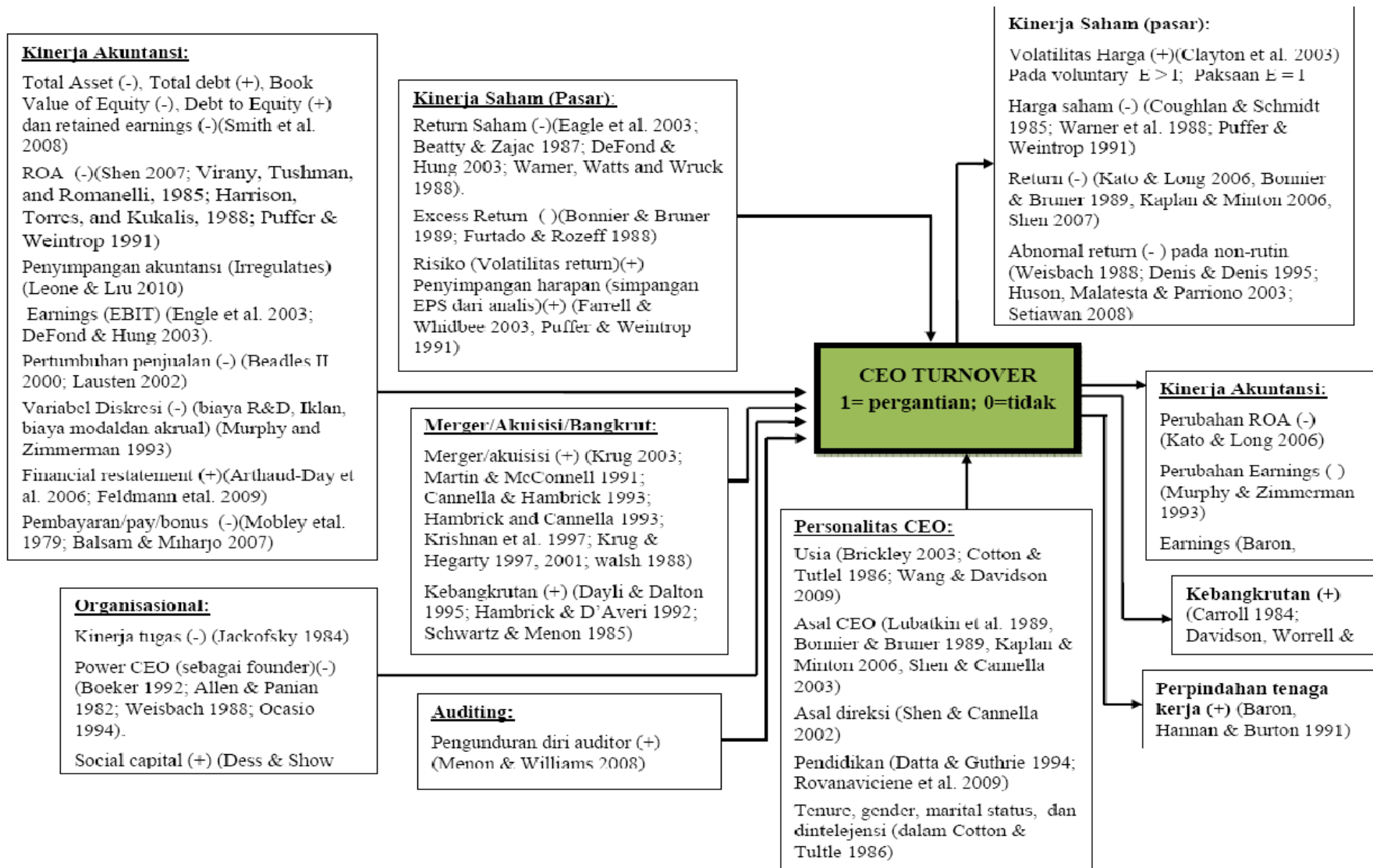
DAFTAR PUSTAKA

- Allen, P. A. and Panian, S. K. 1982. Power, performance, and succession in the large corporation. *Administrative Science Quarterly* 27:538-547.
- Altman, E., Haldeman, R., & Narayanan, P. 1977. Zeta analysis, a new model for identifying bankruptcy risk of corporation. *Journal of Banking and Finance* 1: 29-54.
- Baron, James N., Hannan, Michael T., and Burton, M. Diane. 2001. Labor Pains: Change in Organizational Models and Employee Turnover in Young, High-Tech Firms. *The American Journal of Sociology* 106(4): 960-1012.
- Beadles II, N. A., Lowery, Christopher M., Petty, M. M., and Ezell, H. 2000. An Examination of the Relationships between Turnover Functionality, Turnover Frequency, and Organizational Performance. *Journal of Business and Psychology* 15(2): 331-337
- Beatty, Randolph P. and Zajac, Edward J. 1987. CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects. *Strategic Management Journal* 8(4): 305-317.
- Boeker, W. 1992. Power and managerial dismissal: Scapegoating at the top. *Administrative Science Quarterly* 37: 400-421.
- Borstadt, L. 1985. Stock price reaction to management changes, Unpublish paper (University of Utah, Salt Lake City, UT).
- Bonnier, Karl-Adam, and Bruner, Robert F. 1989. An analysis of stock prices reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics* 11: 95-106.
- Bushman, Robert., Dai, Zhonglan, Wang, Xue. 2008. Risk and CEO Turnover. *Working Paper Series*.
- Cannella, JR., Albert, and Lubatkin, Michael. 1993. Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection. *Academy of Management Journal* 36(4): 763-793.
- Carroll, G. R. 1984. Organizational Ecology. *Annual Review of Sociology* 10; 71-93.
- Chow C. 1960. *Test of equality between subsets of coefficients in two linear regressions*, *Econometrica* 28: 591-609.
- Coughlan, A. T. and R. M. Schmidt. 1985. Executive compensation, managerial turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7: 43-66.
- Davidson, W. N., D. Worrell, and D. Dutia. 1993. The stock market effects of CEO succession in bankrupt? *Journal of Management* 19(3): 517-533.
- Dedman, Elisabeth and Lin, Stephen W.J. 2002. Shareholder wealth effects of CEO departures: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 8: 81-104
- Defond, Mark L. and Hung, Mingyi. 2004. Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research* 42(2): 269-312.
- Denis, David J. and Denis, Diane K. 1995. Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance* 50(4): 1029-1057.

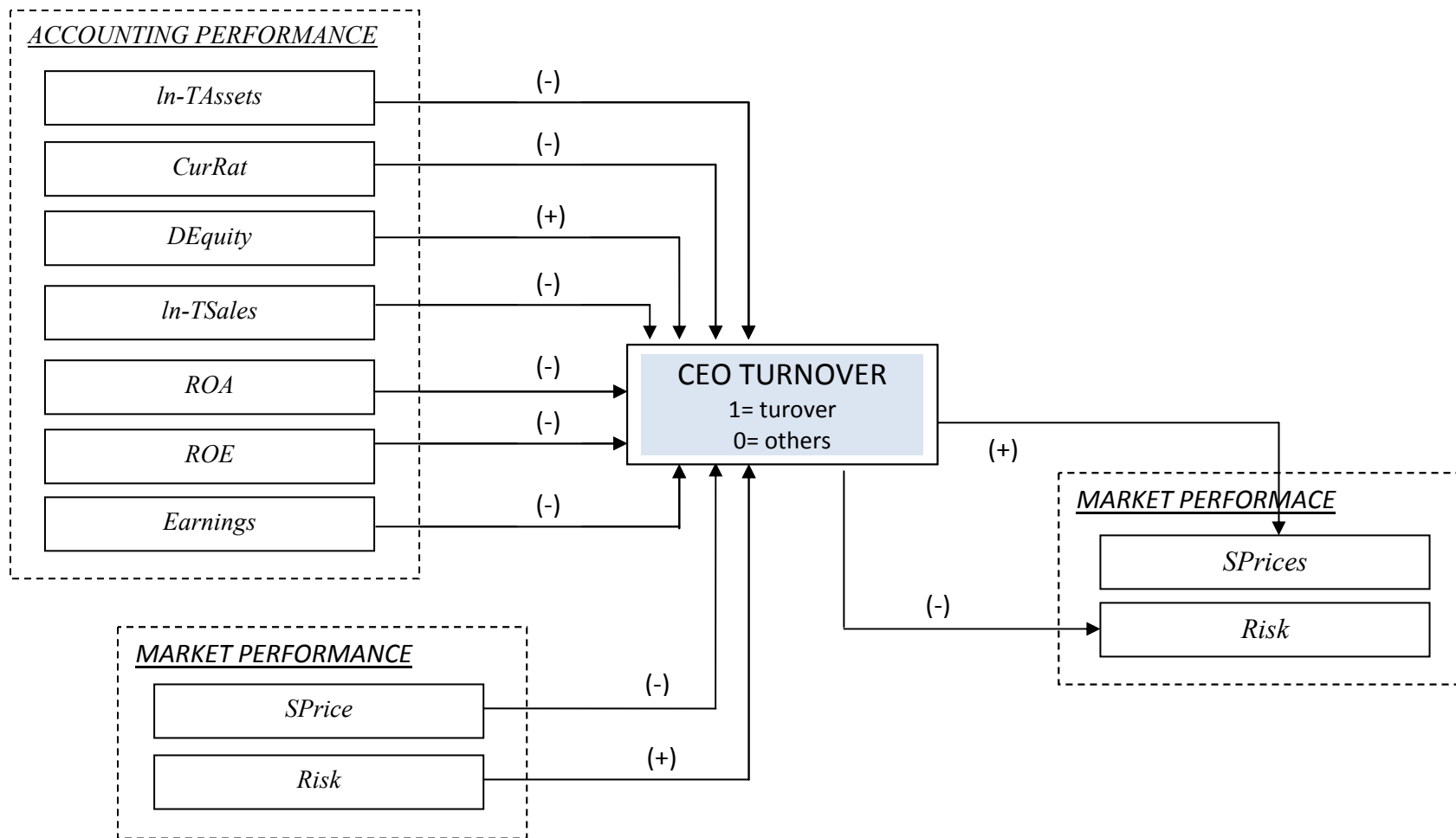
- Engel, Ellen, Hayes, Rachel M., and Wang, Xue. 2003. CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36: 197–226.
- Farrell, Kathleen A., and Whidbee, David A. 2003. Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics* 36: 165–196.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. 1996. *Strategic leadership*. New York: West.
- Flagg, J., & Giroux, G. 1991. Predicting corporate bankruptcy using failing firms. *Review of Financial Economics* 1(1): 67-78.
- Fredrickson, James W., Hambrick, Donald C., and Baumrin, Sara. 1988. A Model of CEO Dismissal. *The Academy of Management Review* 13(2): 255-270.
- Furtado, F.P. and Rozeff, M.S. 1987. The wealth effects of company initiated management dwatges, *Journal of Financial Economics* 18: 147-160.
- Gamson, W., and Scotch, N. 1964. Scapegoating in baseball. *American Journal of Sociology* 70:69-76.
- Grusky, O. 1964. Reply to Scapegoating in Baseball. *American Journal of Sociology* 70: 72-76.
- Harrison, J. R., D. L. Torres, S. Kukalis. 1988. The changing of the guard: Turnover and structural change in top-management positions. *Administration Science Quarterly* 33: 211-232.
- Haveman, Heater. 1993. Organizational size and change. *Administrative Science Quarterly* 38: 20- 50.
- Helmich, D. L. (1974). 'Organizational growth and succession patterns', *Academy of Management Journal* 17: 771-775.
- Hill, N., Perry, S., & Andes, S. 1996. Evaluating firms in financial distress: An event history analysis. *Journal of Applied Business Research* 12(3): 60-71.
- Hoetker, Glenn. 2007. The Use Of Logit And Probit Models In Strategic Management Research: Critical Issues. *Strategic Management Journal* 28: 331–343.
- Huson, Mark R., Parrino, Robert, and Starks, Laura T. 2001. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective. *The Journal of Finance* 56(6): 2265-2297
- Jackofsky, Ellen F. 1984. Turnover and Job Performance: An Integrated Process Model. *The Academy of Management Review* 9(1): 74-83.
- Jackofsky, Ellen F., Slocum, John W., McQuaid, Jr., Sara J. 1987. Cultural Values and the CEO: Alluring Companions? *The Academy of Management Executive* 2(1): 39-49.
- Jensen, Michael C. & Warner, Jerold B., 1988. The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics* 20(1-2): 3-24.
- Kang, Jun-Koo & Anil Shivdasani. (1996). Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-Price Effects of Top Management Turnover. *The Review of Financial Studies* 9(4): 1061-1095.
- Kesner IF, and Sebor TC. 1994. Executive succession: past, present & future, *Journal of Management* 20: 327-372.

- Miller, D. 1991. 'Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment, *Management Science* 37: 34-52.
- Puffer, Sheila M., and Weintrop, Joseph B. 1991. Corporate performance and CEO turnover: the role of performance expectations. *Administrative Science Quarterly* 36:1-19.
- Rappaport, A. 1981. Selecting strategies that create share-holder value. *Harvard Business Review* May-June: 139-149.
- Reinganum, M.K., 1985, The effect of executive succession on stockholder wealth, *Administrative Science Quarterly* 30:46-60.
- Schein, E. 1992. *Organizational culture and leadership* (2nd Ed.). San Francisco: Jossey-Bass Publishers.
- Setiawan, Doddy. 2008. An Analysis Of Market Reaction To CEO Turnover Announcement: The Case In Indonesia. *International Business & Economics Research Journal* 7(2): 119-127.
- Shen, Wei. (2000). Political dynamics within corporate upper echelons and their Impacts on contender and outsider CEO succession. *Academy of Management Proceedings BPS: H1*.
- Smith, Frank, Wright, Alan, and Huo, Y. Paul. 2008. Scapegoating Only Works If The Herd Is Big: Downsizing, Management Turnover, And Company Turnaround. *International Journal Of Business Strategy* 8(3): 72-83.
- Virany, Beverly, Michael L. Tushman, and Elaine Romanelli. 1992. Executive Succession and Organization Outcomes in Turbulent Environments: An Organization Learning Approach. *Organization Science* 3: 72-91.
- Warner, Jeroid B. Watts, Ross L., and Wruck, Karen H. 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20: 461-492.
- Weisbach, Michael S. 1988. Outside directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Zajac, E. J. and J. D. Westphal. 1996. 'Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs'. *Academy of Management Journal* 39: 64-90.
- Zhou, Haiyan, Xiong, Yan and Ganguli. 2009. Does The Adoption of International Financial Reporting Standards Restrain Earnings Management? Evidence from an Emerging Market. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 13 Special Issue: 43-56.
- Zmijewski, M. 1984. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research Supplement*: 59-82.

LAMPIRAN-LAMPIRAN



Gambar 1. Model Hubungan Variabel dalam Topik Pergantian CEO



Gambar 2. Model Penelitian Pergantian CEO di Indonesia

Tabel 1
Pemilihan Sampel

Penjelasan	Jumlah
Perusahaan Yang diinvestigasi periode 1998-2006	3200
Jumlah pergantian yang teridentifikasi periode 1998-2006	264
Pergantian tanpa perubahan selama 4 tahun berturut-turut dalam periode 2001-2003	97
Sampel akhir untuk analisis data akuntansi	140*
Sampel akhir untuk analisis data pasar	131**
Sampel akhir untuk uji beda data pasar	72

*81 sampel pergantian dan 59 sampel kendali***

** 77 sampel pergantian dan 54 sampel kendali

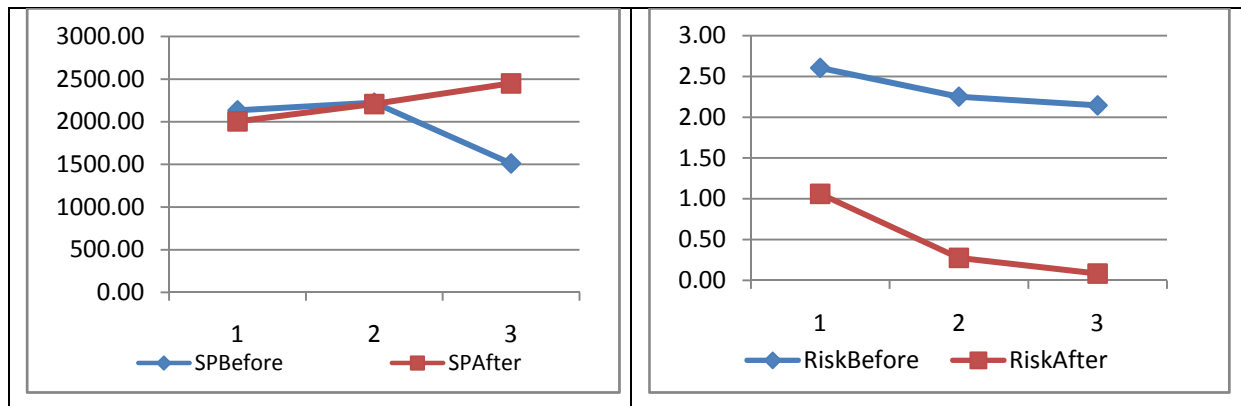
*** **Sampel kendali** adalah perusahaan yang selama tahun amatan 1998-2005 tidak mengalami perubahan CEO. Perusahaan ini diduga memiliki kinerja yang relatif stabil. Data akuntansi dan pasar yang kami gunakan untuk analisis adalah data rata-rata selama 5 tahun yaitu periode 2001-2005.

Tabel 2
Karakteristik dan Hasil Kelompok Pengujian

	Variabel	z-Statistic	Wald	Sig.
Panel A , N=140 0 = 59 1 = 81 Pengujian Logit Data Akuntansi	lnTAssets	-2.2899	5.244	.02
	CurRatio	0.0226	.000	.98
	D/Equity	-0.1706	.029	.86
	lnTSales	-1.9191	3.683	.05
	ROA	-4.4301	19.626	.00
	ROE	-2.1563	4.650	.03
	Earnings	-1.9137	3.662	.05
	Variabel	z-Statistic		Sig. (2-tailed)
Panel B , N= 131 0 = 54 1 = 77	ln-SPrices	-3,9989		0.0001
	Risk	4,6189		0.0000
	Variabel		Mean	Sig. (2-tailed)
Panel C , N= 72 Pengujian <i>Paired T-test sampel</i> . Data Pasar	Pair 1 SPBefore - SPAfter			.05
	Pair 2 RiskBefore – RiskAfter			.00
	<i>Mean:</i>			
	- SPBefore		1134.0278	
	- SPAfter		1747.9865	
	- RiskBefore		2.3800	
	- RiskAfter		.4974	

Tabel 3.
Hasil Pengujian Uji Beda berdasarkan Pergantian Rutin dan Non-Rutin

	Pairs	Mean	t	Sig.
Uji Beda Sampel Berpasangan, N= 28	1 SPBeforeR SPBeforeN	630.83 1829.52	-2.160	.040
	2 SPAfterR SPAfterN	747.86 3086.13	-2.029	.052
	3 RiskBeforeR RiskBeforeN	2.4093 2.3064	.925	.363
	4 RiskAfterR RiskAfterN	.4564 .4336	.172	.865



Gambar 3. Perbandingan Harga Saham dan Risiko Sebelum dan Setelah Pergantian

LAMPIRAN-LAMPIRAN

Hasil Pengujian Data Akuntansi

Dependent Variable: Y

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Date: 06/02/10 Time: 06:47

Sample: 1 140

Included observations: 140

Convergence achieved after 8 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
X1	-0.978792	0.427436	-2.289916	0.0220
X2	0.000427	0.022612	0.018895	0.9849
X3	-0.002710	0.015885	-0.170591	0.8645
X4	0.699486	0.364486	-1.919103	0.0550
X5	1.269806	0.286631	-4.430109	0.0000
X6	-0.020631	0.009568	-2.156346	0.0311
X7	-0.003231	0.001688	-1.913732	0.0557
C	0.713474	1.237403	0.576590	0.5642
McFadden R-squared	0.501338	Mean dependent var	0.578571	
S.D. dependent var	0.495561	S.E. of regression	0.300928	
Akaike info criterion	0.793213	Sum squared resid	11.95365	
Schwarz criterion	0.961306	Log likelihood	-47.52488	
Hannan-Quinn criter.	0.861521	Restr. log likelihood	-95.30485	
LR statistic	95.55994	Avg. log likelihood	-0.339463	
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	59	Total obs	140	
Obs with Dep=1	81			

GET

```
FILE='F:\Aa Prodok Smt IV\Penelitian\Input Data Akuntansi 280510.sav'.
DATASET NAME DataSet1 WINDOW=FRONT.
LOGISTIC REGRESSION VARIABLES Pergantian
/METHOD = ENTER lnTAssets CurRatio DEquity lnTSales ROA ROE Earnings
/CRITERIA = PIN(.05) POUT(.10) ITERATE(20) CUT(.5) .
```

Logistic Regression

[DataSet1] F:\Aa Prodok Smt IV\Penelitian\Input Data Akuntansi 280510.sav

Case Processing Summary

Unweighted Cases ^a		N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	140	100.0
	Missing Cases	0	.0
	Total	140	100.0
Unselected Cases		0	.0
Total		140	100.0

a. If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

Dependent Variable Encoding

Original Value	Internal Value
Tdk Ada Pergantian	0
Pergantian	1

Block 0: Beginning Block

Classification Table^{a,b}

			Predicted		
			Pergantian		Percentage Correct
			Tdk Ada Pergantian	Pergantian	
Observed					
Step 0	Pergantian	Tdk Ada Pergantian	0	59	.0
		Pergantian	0	81	100.0
	Overall Percentage				57.9

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is .500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0 Constant	.317	.171	3.428	1	.064	1.373

Variables not in the Equation

			Score	df	Sig.
Step 0	Variables	InTAssets	4.215	1	.040
		CurRatio	.034	1	.854
		DEquity	.507	1	.476
		InTSales	6.853	1	.009
		ROA	5.770	1	.016
		ROE	5.423	1	.020
		Earnings	1.733	1	.188
		Overall Statistics	17.702	7	.013

Block 1: Method = Enter

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	95.560	7	.000
	Block	95.560	7	.000
	Model	95.560	7	.000

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	95.050 ^a	.495	.665

a. Estimation terminated at iteration number 10 because parameter estimates changed by less than .001.

Classification Table^a

Observed			Predicted		Percentage Correct
			Pergantian		
			Tdk Ada Pergantian	Pergantian	
Step 1	Pergantian	Tdk Ada Pergantian	55	4	93.2
		Pergantian	7	74	91.4
Overall Percentage					92.1

a. The cut value is .500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 _a	InTAssets	-.979	.427	5.244	1	.022	.376
	CurRatio	.000	.023	.000	1	.985	1.000
	DEquity	-.003	.016	.029	1	.865	.997
	InTSales	-.699	.364	3.683	1	.055	2.013
	ROA	-1.270	.287	19.626	1	.000	3.560
	ROE	-.021	.010	4.650	1	.031	.980
	Earnings	-.003	.002	3.662	1	.056	.997
	Constant	.713	1.237	.332	1	.564	2.041

a. Variable(s) entered on step 1: InTAssets, CurRatio, DEquity, InTSales, ROA, ROE, Earnings.

Hasil Pengujian Data Pasar

Dari EVIEWS

Dependent Variable: Y

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Date: 05/31/10 Time: 10:58

Sample: 1 131

Included observations: 131

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
X1	-0.489785	0.122477	-3.998982	0.0001
X2	2.563277	0.554955	4.618895	0.0000
C	0.599274	1.853769	0.323273	0.7465
McFadden R-squared	0.899550	Mean dependent var	0.587786	
S.D. dependent var	0.494123	S.E. of regression	0.100747	
Akaike info criterion	0.181943	Sum squared resid	1.299199	
Schwarz criterion	0.247787	Log likelihood	-8.917248	
Hannan-Quinn criter.	0.208698	Restr. log likelihood	-88.77269	
LR statistic	159.7109	Avg. log likelihood	-0.068071	
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	54	Total obs	131	
Obs with Dep=1	77			

HASIL PENGUJIAN BEDA RATA-RATA

T-TEST

```
PAIRS = SPBefore RiskBefore WITH SPAfter RikAfter (PAIRED)
/CRITERIA = CI(.95)
/MISSING = ANALYSIS.
```

T-Test

[DataSet0]

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	SPBefore	1134.0278	72	1814.38838	213.82772
	SPAAfter	1747.9865	72	3948.84254	465.37556
Pair 2	RiskBefore	2.3800	72	.41044	.04837
	RikAfter	.4974	72	.49717	.05859

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	SPBefore & SPAAfter	72	.833	.000
Pair 2	RiskBefore & RikAfter	72	.558	.000

Paired Samples Test

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
Pair 1	SPBefore - SPAAfter	-613.959	2637.41792	310.82268	-1233.72	5.80408	-1.975	71	.052
Pair 2	RiskBefore - RikAfter	1.88264	.43337	.05107	1.78080	1.98447	36.862	71	.000

Pengujian Tambahan: Uji Beda Berdasarkan Pergantian Rutin dan Non-Rutin

T-TEST

PAIRS = SPBeforeR SPAfterR RiskBforeR RiskAfterR WITH SPBeforeN SPAfterN
RiskBforeN RiskAfterN (PAIRED)
/CRITERIA = CI(.95)
/MISSING = ANALYSIS.

T-Test

[DataSet0]

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	SPBeforeR	630.8329	28	619.57824	117.08928
	SPBeforeN	1829.5243	28	2675.82674	505.68372
Pair 2	SPAfterR	747.8579	28	1212.46101	229.13359
	SPAfterN	3086.1307	28	5752.69519	1087.157
Pair 3	RiskBforeR	2.4093	28	.40734	.07698
	RiskBforeN	2.3064	28	.45462	.08592
Pair 4	RiskAfterR	.4564	28	.47190	.08918
	RiskAfterN	.4336	28	.48571	.09179

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	SPBeforeR & SPBeforeN	28	-.326	.091
Pair 2	SPAfterR & SPAfterN	28	-.188	.338
Pair 3	RiskBforeR & RiskBforeN	28	.070	.722
Pair 4	RiskAfterR & RiskAfterN	28	-.078	.694

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	SPBeforeR - SPBeforeN	-1198.69	2936.58813	554.96299	-2337.38	-60.00142	-2.160	27	.040
Pair 2	SPAfterR - SPAfterN	-2338.27	6098.13412	1152.439	-4702.88	26.33670	-2.029	27	.052
Pair 3	RiskBforeR - RiskBforeN	.10286	.58866	.11125	-.12540	.33111	.925	27	.363
Pair 4	RiskAfterR - RiskAfterN	.02286	.70306	.13287	-.24976	.29548	.172	27	.865

Heteroskedasticity Test: White (Data Akuntansi)

F-statistic	0.257253	Prob. F(21,118)	0.9996
Obs*R-squared	6.128919	Prob. Chi-Square(21)	0.9993
Scaled explained SS	19.09385	Prob. Chi-Square(21)	0.5791

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/06/10 Time: 02:44

Sample: 1 140

Included observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.478199	0.909611	1.625089	0.1068
X2^2	2.86E-05	0.002033	0.014062	0.9888
X2*X3	-0.004932	0.012134	-0.406434	0.6852
X2*X4	0.002942	0.049879	0.058982	0.9531
X2*X5	0.001190	0.007062	0.168506	0.8665
X2*X6	0.006245	0.010014	0.623693	0.5340
X2*X7	0.000124	0.001295	0.095878	0.9238
X3^2	-2.59E-05	2.71E-05	-0.955555	0.3413
X3*X4	-0.004162	0.006261	-0.664751	0.5075
X3*X5	-0.000858	0.005004	-0.171487	0.8641
X3*X6	0.003614	0.004577	0.789735	0.4313
X3*X7	-5.00E-05	4.42E-05	-1.130297	0.2606
X4^2	-0.005906	0.022063	-0.267700	0.7894
X4*X5	0.006542	0.010082	0.648881	0.5177
X4*X6	-0.000551	0.004644	-0.118736	0.9057
X4*X7	2.40E-05	0.000290	0.082790	0.9342
X5^2	-0.000145	0.000149	-0.974505	0.3318
X5*X6	-0.003824	0.004637	-0.824593	0.4113
X5*X7	0.000152	0.000356	0.426318	0.6707
X6^2	-2.65E-05	6.10E-05	-0.434121	0.6650
X6*X7	7.94E-06	6.56E-05	0.121032	0.9039
X7^2	8.89E-09	3.83E-08	0.232333	0.8167

R-squared	0.043778	Mean dependent var	1.436272
Adjusted R-squared	-0.126397	S.D. dependent var	3.759120
S.E. of regression	3.989624	Akaike info criterion	5.748599
Sum squared resid	1878.218	Schwarz criterion	6.210857
Log likelihood	-380.4019	Hannan-Quinn criter.	5.936447
F-statistic	0.257253	Durbin-Watson stat	1.955398
Prob(F-statistic)	0.999618		

Karena prob > 0,05 maka asumsi homoskedastisitas terpenuhi, data baik dan konsisten.

Multicolinierity Test (Data Akuntansi)

Dependent Variable: X1

Method: Least Squares

Date: 06/06/10 Time: 02:39

Sample: 1 140

Included observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X2	0.001603	0.006197	0.258659	0.7963
X3	-2.11E-05	0.000328	-0.064329	0.9488
X4	1.056194	0.018535	56.98291	0.0000
X5	0.019858	0.003465	5.730424	0.0000
X6	-0.002508	0.002942	-0.852605	0.3954
X7	1.01E-05	3.79E-05	0.267270	0.7897
R-squared	0.309793	Mean dependent var		6.277953
Adjusted R-squared	0.284039	S.D. dependent var		1.447722
S.E. of regression	1.224983	Akaike info criterion		3.285642
Sum squared resid	201.0780	Schwarz criterion		3.411712
Log likelihood	-223.9949	Hannan-Quinn criter.		3.336873
Durbin-Watson stat	1.912052			

Nilai R-squared yang sebesar $0.31 <$ dari 0.50 menandakan tidak terjadi multikol dalam data (antar variabel)

Heteroskedasticity Test: White (Data Pasar)

F-statistic	86.74159	Prob. F(1,129)	0.0000
Obs*R-squared	52.67018	Prob. Chi-Square(1)	0.0000
Scaled explained SS	30.95579	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/06/10 Time: 03:06

Sample: 1 131

Included observations: 131

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	77.17805	4.988334	15.47171	0.0000
X2^2	-9.937216	1.066967	-9.313517	0.0000
R-squared	0.402062	Mean dependent var		39.76931
Adjusted R-squared	0.397427	S.D. dependent var		43.61576
S.E. of regression	33.85698	Akaike info criterion		9.897317
Sum squared resid	147872.1	Schwarz criterion		9.941213
Log likelihood	-646.2743	Hannan-Quinn criter.		9.915154
F-statistic	86.74159	Durbin-Watson stat		1.940701
Prob(F-statistic)	0.000000			

Karena prob < 0,05 maka asumsi homoskedastisitas tidak terpenuhi. Hal ini diduga karena jumlah variabel independen padapersamaan ini hanya dua dan berasal dari karakteristik yang berbeda (ln dan rasio)

Multicolinierity Test (Data Pasar)

Dependent Variable: X1

Method: Least Squares

Date: 06/06/10 Time: 02:52

Sample: 1 131

Included observations: 131

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X2	3.656934	0.285068	12.82830	0.0000
R-squared	-2.358808	Mean dependent var		8.847170
Adjusted R-squared	-2.358808	S.D. dependent var		3.454183
S.E. of regression	6.330500	Akaike info criterion		6.536240
Sum squared resid	5209.779	Schwarz criterion		6.558188
Log likelihood	-427.1237	Hannan-Quinn criter.		6.545158
Durbin-Watson stat	0.244192			

Nilai R-squared yang sebesar -2.35 < dari 0.89 menandakan tidak terjadi multikol dalam data (antar variabel)