

PERGANTIAN CEO DUNIA

Suatu Bukti Pentingnya Informasi Akuntansi
dalam Isu Pergantian CEO Dunia

Lindrianasari, SE., M.Si., Akuntan.

Editor: Nurdiono, S.E., M.M.

Kata Pengantar oleh Prof. Dr. Jogiyanto, H.M., MBA.



PENERBIT KANISIUS

Pergantian CEO Dunia

072xxx

© 2011 Kanisius

PENERBIT KANISIUS (Anggota IKAPI)

Jl. Cempaka 9, Deresan, Yogyakarta 55281, INDONESIA

Kotak Pos 1125/Yk, Yogyakarta 55011, INDONESIA

Telepon (0274) 588783, 565996; Fax (0274) 563349

E-mail : office@kanisiusmedia.com

Website : www.kanisiusmedia.com

Cetakan ke- 3 2 1

Tahun 13 12 11

Desain isi : G. Neno P.

Desain cover : Jaya Supeno

ISBN 978-979-2xxxx

Hak cipta dilindungi undang-undang

Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan dengan cara apa pun, termasuk fotokopi, tanpa izin tertulis dari Penerbit

Dicetak oleh Percetakan Kanisius Yogyakarta

KATA PENGANTAR

Pada kesempatan ini, Saya ingin memberikan ucapan selamat dan apresiasi kepada penulis buku “Pergantian CEO Dunia” atas selesainya penulisan buku ini. Saya telah mengenal penulis sudah cukup lama dan saat ini bertindak sebagai pembimbingnya pada suatu perkuliahan mandiri mahasiswa Program Doktor Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Karya tulis ini merupakan hasil telaah penulis di dalam topik penelitian yang masih sangat jarang ditemukan di Indonesia. Sehingga, saya menyambut baik ide si penulis ketika suatu hari dia datang kepada saya dan menjelaskan ide penelitian yang ingin dia tekuni saat ini.

Proses diskusi yang cukup lama antara saya dengan penulis, telah menimbulkan keyakinan saya bahwa suatu saat Buku ini akan hadir dihadapan kita. Dan keyakinan saya tersebut kini terjawab. Namun demikian, saya melihat masih banyak penjelasan yang potensial yang dapat diuraikan penulis tentang Isu Pergantian CEO Dunia ini, sehingga saya berharap, ide penulisan ini tidak berhenti sampai di sini.

Akhir kata, saya ucapkan selamat menikmati ide yang bermanfaat ini. Saya berharap, melalui tulisan ini, pembaca dapat memperoleh pencerahan dan manfaat yang besar dari apa yang penulis sampaikan. Saya menangkap suatu pesan yang ingin disampaikan penulis melalui

Buku ini, yaitu suatu ajakan untuk menjelajah ke ruang topik penelitian yang relatif baru di Indonesia. Sekali lagi, selamat kepada penulis atas diterbitkannya Buku ini, dan kepada pembaca sekalian saya ucapkan selamat menikmati dan menemukan ide penelitian di dalam karya tulis ini.

Yogyakarta, Agustus 2010

Prof. Dr. Jogiyanto H.M., MBA.

SEKAPUR SIRIH

Penulis mengucapkan puji dan syukur kepada Allah SWT yang telah merahmati kekuatan dan kesempatan, sehingga Buku ini dapat diterbitkan. Melalui pemahaman dari lebih dari 100 bahan bacaan, akhirnya penulis mampu merangkum, mengikhtisarkan dan mendiskusikan materi yang terkait dengan kasus Pergantian CEO Dunia.

Buku ini sengaja saya sajikan untuk membuka wawasan baru yang dapat dipertimbangkan untuk penelitian di Indonesia. Selama ini, topik Pergantian CEO menjadi topik yang sangat langka dan terkesan eksklusif di Indonesia. Minimnya ketersediaan data di Negara ini, menjadi salah satu alasan mengapa isu yang terkait dengan CEO sangat jarang ditemukan. Melalui buku ini saya ingin menitipkan pesan bahwa penelitian di area Pergantian CEO adalah hal yang sangat menarik dan mungkin untuk dilakukan di Indonesia. Meskipun data pergantian tidak mudah diperoleh, namun melalui usaha yang sedikit serius, para peneliti dapat memperoleh data pergantian tersebut. Pada masing-masing Bab di Buku ini, saya sajikan beberapa penelitian yang terkait dengan topik pembahasan di tiap Bab, sehingga mempermudah

para pembaca untuk menangkap isu dan metodologi penelitian terkait dalam isu CEO.

Buku ini saya persembahkan bagi pengembangan isu dan metoda penelitian di bidang Akuntansi dan Bisnis, sehingga buku ini dapat dijadikan salah satu referensi dalam mata kuliah Metodologi Penelitian dan Analisis Laporan Keuangan. Selain itu pula, para praktisi korporasi di Indonesia dapat memperoleh gambaran dan mengambil manfaat dari tiap-tiap kasus pergantian CEO di dunia. Keunikan tiap-tiap kasus pergantian CEO yang dijelaskan di Buku ini memberikan isyarat bahwa tata kelola perusahaan bukanlah suatu yang statis. Ragam variabel yang sangat banyak untuk menjelaskan keputusan perusahaan untuk melakukan pergantian CEO, akan menyadarkan pembaca bahwa sesungguhnya tidak ada satu model tata kelola perusahaan yang dapat diterapkan mutlak untuk semua perusahaan.

Akhirnya saya berharap buku ini dapat memberikan sedikit pencerahan bagi pembaca sekalian. Karena ketidaksempurnaan adalah keniscayaan bagi setiap manusia, maka dengan segala kerendahan hati saya mohon maaf jika terdapat keambiguan, kejanggalan bahkan kegagalan makna dalam kalimat maupun paragraf. Setiap kritik dan saran yang produktif, sangat saya hargai dan dapat langsung dikirim ke email saya yang terdapat di Biodata Penulis, pada bagian akhir Buku ini. Semoga Allah Yang Maha Perkasa, memberikan kekuatannya kepada kita agar dapat melakukan perbaikan di dalam setiap perbuatan kita, amiin ya Rabbal'alamin.

Yogyakarta, Agustus 2010

Lindrianasari

DAFTAR ISI

Pergantian CEO Dunia.....	1
Kata Pengantar.....	3
Sekapur Sirih	5
1. Pengantar Isu Pergantian Chief Executive Officers (CEO) Dunia.....	11
2. Memburuknya Kinerja Akuntansi Perusahaan yang mendahului Kejadian Pergantian CEO	17
2.1. Pendahuluan	17
2.2. Variabel Akuntansi yang menjelaskan Pergantian.....	20
2.3. Simpulan	40
3. Memburuknya Kinerja Pasar Perusahaan Sebelum Kejadian Pergantian CEO.....	41
3.1. Pendahuluan	41
3.2. Return Saham	42
3.3. Risiko.....	50

3.4.Beberapa Variabel Penelitian Puffer and Weintop (1991).....	52
3.5.Kompetisi Industri (Studi Defond and Park1999).....	56
3.6.Simpulan	65
4. Merger dan Akuisisi.....	67
4.1.Pendahuluan	67
4.2.Studi atas Akuisisi.....	69
4.3.Simpulan	75
5. Kondisi Organisasional	77
5.1.Pendahuluan	77
5.2.Kinerja Tugas	77
5.3.Simpulan.....	92
6. Pengunduran Diri Auditor.....	95
6.1.Pendahuluan	95
6.2.Studi Menon and Williams (2008).....	97
6.3.Simpulan	101
7. Personalitas CEO	103
7.1.Pendahuluan	103
7.2.Faktor-Faktor Personalitas.....	103
7.3.Simpulan	148
8. Teori-Teori yang Dapat Menjelaskan Pergantian CEO	149
8.1.Agency theory	149
8.2.Efficiency Market Hypotheses	151

8.3. Teori Equilibrium Organisasional	152
8.4. Teori Politik Organisasional	154
8.5. Upper-Echelon Theory	155
8.6. Managerialist Theories.....	156
8.7. Teori Rasionalitas	157
8.8. Ritual Scapegoating Theory	157
8.9. Teori Kekuasaan	160
Referensi.....	162
Indeks	182

*Ku dedikasikan karya ini kepada orang-orang yang kucintai,
anak-anakku:
Sheila Saraswati (17), Fauzan Muhammad (14),
M. Farid Hasby Al-Ghifary (34, Sultan Rashia Al-Ghifary (2,5)*

1

PENGANTAR ISU PERGANTIAN CHIEF EXECUTIVE OFFICERS (CEO) DUNIA

Pergantian kepemimpinan adalah satu isu yang berpengaruh pada setiap organisasi dan ini merupakan suatu isu yang penting dan belum menghilang pembahasannya di kalangan akademik. Untuk 30 tahun, isu pergantian sudah menjadi tema mapan di dalam literatur sumber daya manusia dan keprilakuan organisasi (Campion 1991). Dalam 40 tahun terakhir, sekitar 2500 artikel sudah ditulis sehubungan dengan tema pergantian (Bailey 1991). Saat ini literatur yang menjelaskan pergantian CEO sudah sangat banyak dan mudah ditemukan.

Buku ini bertujuan untuk memberikan kontribusi penjelasan tentang fenomena pergantian CEO dunia. Buku ini menyajikan hasil-hasil penelitian dan mendiskusikan hasil-hasil penelitian yang mengkaji isu pergantian pada pimpinan puncak perusahaan, baik itu yang disebut sebagai CEO, manajemen eksekutif, presiden direktur, dan tim manajemen puncak.

Pada Buku ini akan diceritakan faktor-faktor anteseden dari isu pergantian CEO yang terjadi di Dunia. Beberapa faktor yang diikuti dengan pergantian yang akan dibahas di Bab-Bab setelah di antara lain adalah:

- Kinerja Akuntansi Perusahaan
- Kinerja Saham Perusahaan
- Organisasional
- Merger/Akuisisi dan Kebangkrutan
- Auditing
- Personalitas

Tujuan umum yang ingin dicapai dari tulisan ini adalah untuk memberikan bukti empiris tentang beberapa faktor yang mendahului kejadian pergantian. Dalam setiap kasus pergantian, faktor antesedennya tidaklah seragam, banyak variabel yang mempengaruhi dan memiliki konsekuensi yang beragam pula. Semakin baik pihak pemilik perusahaan “memperlakukan” CEO perusahaan, semakin efisien tata kelola perusahaan. Karena harus dipahami, bahwa pergantian CEO (pergantian pemimpin), menyebabkan perubahan pada organisasi yang akhirnya akan berdampak pada kinerja organisasional. Pergantian CEO tidak hanya mengubah pucuk pimpinan perusahaan, namun lebih dari itu mengubah tim manajemen dan strategi perusahaan.

Fenomena pergantian CEO memiliki alasan dan dampak yang beragam. Pergantian harus dipahami dengan pola pikir bahwa pergantian yang terjadi tidak sama satu dengan lainnya. Konsep pergantian *voluntary* dan *involuntary* dan model pergantian fungsional dan dis-fungsional dikembangkan dan diuji oleh banyak peneliti. (Dalton and Todor, 1982; Dalton, Todor, and Krackhardt, 1982; Hollenbeck and Williams, 1986; Johnston and Futrell, 1989). Studi selanjutnya yang ada saat ini menginvestigasi hubungan fungsionalitas pergantian dan frekuensi pergantian dengan kinerja organisasional.

Teori kontinjensi dapat menjelaskan isu pergantian CEO dengan baik, dengan mengasumsikan bahwa tidak ada satu faktor anteseden tertentu yang memicu terjadinya pergantian CEO, dan walaupun faktor antesedennya sama, konsekuensi yang ditimbulkan pada masing-masing perusahaan belum tentu sama. Pada bab-bab selanjutnya di

Buku ini akan menguraikan beberapa faktor yang terjadi sebelum pergantian CEO dilakukan. Ada banyak faktor pemicunya dan ada banyak karakteristik CEO yang juga akan mempengaruhi atau bahkan memoderasi pergantian.

Sebutan untuk orang yang berperan sebagai CEO di masing-masing negara-pun tidak sama. Defond and Hung (2003) menjelaskan sebutan CEO pada beberapa negara, seperti yang ditunjukkan pada Tabel I. Frekuensi pergantian CEO yang berhasil diidentifikasi DeFond and Hung (2003) di masing-masing negara seperti yang diperlihatkan dalam Tabel 2. Atas dasar studi itu pula, peneliti di Indonesia yang ingin melakukan studi tentang CEO di Indonesia, dapat melakukan identifikasi terhadap Direktur Utama perusahaan, karena Direktur Utama inilah yang menduduki posisi sebagai CEO jika di perusahaan tersebut tidak memiliki individu yang mereka sebut sebagai CEO. Namun, ada juga beberapa perusahaan di Indonesia yang secara jelas memiliki CEO selain Direktur Utama.

Suatu indikasi yang diperlihatkan dari penelitian DeFond and Hung ini mengisyaratkan bahwa penegakan hukum yang kuat merupakan karakter yang memberikan perlindungan terhadap investor dan menjadi ciri di dalam tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) sehubungan dengan identifikasi tindakan pemecatan terhadap CEO yang berkinerja buruk. Meskipun penegakan hukum secara kelembagaan terlihat mampu menghadirkan perlindungan yang sangat efektif bagi investor yang lemah, hanya sedikit bukti yang memperlihatkan perlindungan hukum terhadap investor efektif di dalam memfasilitasi keputusan pergantian CEO. Dan untuk negara yang memiliki penegakan hukum yang lemah, pihak dalam perusahaan (termasuk direksi dan CEO-nya) akan memperoleh keuntungan dari perilaku kolusi, yang selanjutnya akan menurunkan keinginan direksi untuk memecat CEO yang tidak pantas berada dalam perusahaan.

TABLE 1

Title Used to Identify the CEO in Each Country, in Addition to Chief Executive Officer, Chief Executive, and CEO^a

Country	Management Title ^b
Australia	Managing Director
Austria	Chairman, Board of Management
Belgium	Managing Director
Brazil	President
Canada	None
Chile	General Manager
Denmark	Managing Director
Finland	Managing Director
France	None
Germany	Chairman, Board of Management
Greece	Managing Director
Hong Kong	Managing Director
India	Managing Director
Indonesia	President Director
Italy	Managing Director
Japan	President
Korea	President
Malaysia	Managing Director
Mexico	President
Netherlands	Chairman, Board of Management
Norway	President
Pakistan	Managing Director
Philippines	President
Portugal	President
Singapore	Managing Director
South Africa	Managing Director
Spain	Managing Director
Sweden	Managing Director
Taiwan	President
Thailand	President
Turkey	General Manager
United Kingdom	Managing Director
United States	None

^aWe exclude the titles with *deputy*, *vice*, or *assistant* in them. For example, we exclude titles such as *deputy chief executive* and *vice president* in identifying the top executive officer.

^bSource: Austria, Germany, and Netherlands (Gregory and Simmelkjaer [2002]); Brazil, Chile, India, and Korea (Gibson [2003]); Indonesia (National Committee on Good Corporate Governance [2000]); Japan (Kang and Shivdasani [1995]); United Kingdom (*Hoover's Handbook of World Business* [1997]).

Sumber: DeFond and Hung (2003, pp. 282)

TABLE 2
Frequency of CEO Turnover in Each Country

Country	Number of Observations	Number of CEO Turnovers	Proportion of CEO Turnovers
Panel A: By country			
Australia	540	88	16%
Austria	98	15	15%
Belgium	174	21	12%
Brazil	19	1	5%
Canada	643	87	14%
Chile	144	30	21%
Denmark	288	46	16%
Finland	163	17	10%
France	624	75	12%
Germany	398	75	19%
Greece	135	19	14%
Hong Kong	524	56	11%
India	618	78	13%
Indonesia	195	31	16%
Italy	351	45	13%
Japan	8,542	1,206	14%
Korea	355	101	28%
Malaysia	631	105	17%
Mexico	106	11	10%
Netherlands	148	25	17%
Norway	82	14	17%
Pakistan	121	28	23%
Philippines	144	27	19%
Portugal	27	1	4%
Singapore	320	43	13%
South Africa	299	49	16%
Spain	179	26	15%
Sweden	204	41	20%
Taiwan	387	58	15%
Thailand	229	28	12%
Turkey	43	8	19%
United Kingdom	2,962	480	16%
United States	1,790	244	14%
Total	21,483	3,179	15%
Panel B: By year			
1997	5,472	771	14%
1998	5,242	848	16%
1999	5,286	739	14%
2000	3,573	525	15%
2001	1,910	296	15%
Total	21,483	3,179	15%

Sumber: DeFond and Hung (2003, pp. 283)

Pentingnya melakukan studi pergantian CEO dengan baik diilustrasikan dalam studinya Bedles II (2001) yang menyatakan bahwa premis dasar fungsionalitas pergantian adalah pengakuan secara eksplisit bahwa tenaga kerja yang berbeda akan membawa nilai yang berbeda pula bagi organisasi. Konsekuensinya adalah kepergian seorang individu tidaklah sama nilainya dengan kepergian individu yang lain. Kehilangan pekerja yang berproduktifitas tinggi memiliki dampak yang lebih besar bagi organisasi dibandingkan dengan kehilangan pekerja yang produktifitasnya rata-rata. Sementara kehilangan individual yang tidak produktif mungkin saja membawa dampak positif bagi organisasi. Sehingga kepergian seorang CEO tentu akan berdampak besar bagi organisasi.

MEMBURUKNYA KINERJA AKUNTANSI PERUSAHAAN YANG MENDAHULUI KEJADIAN PERGANTIAN CEO

2.1. PENDAHULUAN

Hasil kajian beberapa peneliti di area pergantian CEO konsistensi dengan pernyataan dari pada ahli institusional modern, bahwa seorang pemimpin, dalam hal ini adalah CEO (terlebih jika mereka juga sebagai pendiri perusahaan), akan sangat menentukan *blueprint* budaya pada kelahiran, perjalanan dan masa depan organisasi dan juga konsisten dengan pernyataan dari ahli ekologi organisasional bahwa mengubah *blueprint* sama artinya dengan mengganggu dan menggoyahkan organisasi. *Blueprint* organisasi merupakan suatu pola yang diciptakan oleh pimpinan perusahaan, bersama tim manajemennya, terhadap rencana yang akan dilakukan serta tujuan jangka panjang perusahaan. Karena CEO merupakan orang yang memberikan warna terhadap *blueprint* perusahaan, pergantiannya akan sangat mempengaruhi organisasi secara keseluruhan (dalam Baron, Hannan & Burton, 2001).

Teori organisasional, khususnya perspektif ekologis, menekankan pada dampak perpecahan dari suatu perubahan. Model *Social Ecology*, atau perspektif ekologis sosial (*Social Ecological Perspective*), merupakan suatu rerangka kerja yang menguji dampak ganda dan saling ketergantungan elemen masyarakat dengan lingkungannya. Pengujian dengan menggunakan SEM dapat digunakan untuk menganalisis berbagai konteks dalam penelitian dan dalam konflik komunikasi (Oetzel, Ting-Toomey, and Rinderle, 2006 – dalam Baron et al., 2001). Ekologis sosial merupakan studi tentang manusia yang ada dalam suatu lingkungan dan saling mempengaruhi satu dengan lainnya (Hawley, 1950).

Paper yang ditulis oleh Baron, Hannan & Burton - BHB (2001) adalah salah satu studi menganalisis isu pergantian dari arah konsekuensi dari pergantian eksekutif. Berbagai argumen menyarankan bahwa model yang berhubungan dengan tenaga kerja seharusnya menolak perubahan dan upaya untuk membuat ulang *blueprint* hanya akan menyebabkan gangguan. Usaha untuk mengubah tata kelola ketenagakerjaan akan lebih menimbulkan gangguan lagi ketika terjadi perubahan organisasi. Penelitian yang menemukan bahwa beberapa tipe perubahan organisasi (dalam strategi, pimpinan puncak, atau lainnya) memiliki konsekuensi kerusakan pada kinerja organisasional dan keberadaan organisasi tersebut (lihat Barnett and Carroll 1995; Carroll and Hannan 2000)

Pada studinya ini, BHB menguji apakah pergantian yang disebabkan oleh perubahan *blueprint* tenaga kerja telah merusak organisasi, dengan menggunakan 2 cara: (1) dengan mengkhususkan dan menguji hipotesis pada bagaimana pola pergantian (contohnya, siapa yang biasanya keluar dari organisasi), dan (2) dengan menganalisis dampak pergantian pada kinerja organisasional (pertumbuhan pendapatan). Peneliti (BHB) menggunakan teknik pengumpulan data yang sistematis, yang bertujuan

untuk menangkap dengan baik informasi dari setiap perusahaan sampelnya. BHB melakukan metoda survey, interview dan arsip. Informasi yang diperoleh dari survey digunakan untuk melakukan interview terhadap sampel yang dibutuhkan BHB dalam penelitian mereka. Informasi tentang *founders* (atau anggota *founders*), data demografi, kebijakan dan praktek tenaga kerja, adalah beberapa informasi yang dicari melalui survey.

Model yang coba di tawarkan oleh BHB (2001) adalah seperti yang diperlihatkan dalam Tabel 2.1.

Tabel 2.1.
Model Penelitian Baron Hannan & Burton (2001)

FIVE BASIC EMPLOYMENT MODEL TYPES			
BASIC MODEL TYPE	DIMENSIONS		
	Attachment	Selection	Coordination/Control
Star	Work	Potential	Professional
Engineering	Work	Skills	Peer/cultural
Commitment	Love	Fit	Peer/cultural
Bureaucracy	Work	Skills	Formal
Autocracy	Money	Skills	Direct

Sumber: Baron, Hannan & Burton - BHB (2001)

Meskipun BHB telah melakukan teknik pengumpulan data dengan sangat hati-hati, namun pendefinisian yang digunakan untuk pengatributan model masih terasa kurang. Kelemahan dari model tersebut terlihat pada justifikasi pembentukan interaksi antara dimensi dengan tipe model dasar. Dari kelima tipe model dasar, kriteria masing-masing model tidak dapat diungkapkan dengan baik dan dimensi yang pas untuk masing-masing model juga tidak dijelaskan. Karena logika tipe model dasar yang tidak jelas, maka hubungan tipe model dasar dengan tiga dimensi utama tentang bagaimana bekerja dan bagaimana perusahaan seharusnya mengorganisasi pekerjaan, semakin tidak logis.

Selain itu juga, paper ini tidak menyampaikan ide-ide penulisnya dengan sederhana. Paper ini menyajikan informasi terlalu luas dan tidak langsung ke akar permasalahan. Namun begitu, para penulis memang merupakan pemikir-pemikir di bidang organisasional. Dalam studinya, BHB mengajukan hipotesis (1) semakin sering terjadi perubahan pada *blueprint* atau model organisasi semakin besar tingkat pergantian tenaga kerja; dan (2) pergantian yang berhubungan dengan perubahan di dalam model tenaga kerja organisasi fokus pada ketidakseimbangan pada sejumlah masa kerja yang panjang dari tenaga kerja.

Sesungguhnya, penulis tidak mampu membuat kesimpulan yang kuat dari hasil studi mereka. Alasan mereka adalah karena mereka mengalami keterbatasan dalam pencarian data. Namun begitu, BHB menyatakan bahwa hasil eksploratori yang mereka lakukan terlihat konsisten dengan pandangan yang mengadopsi model organisasional baru di mana peningkatan pergantian secara prinsip merupakan kelalaian (dalam hal penjagaan) dari pemilik perusahaan. BHB berargumen bahwa kecenderungan perubahan di dalam *blueprint* organisasional akan mendorong pada peningkatan pergantian. meskipun demikian, BHB tetap berharap pengujian prediksi, di dorong oleh prespektif ekologis, bahwa kejadian yang mengganggu dalam pergantian akan menggoyahkan kestabilan organisasi dan berdampak negatif pada kinerja. Hasil analisis memperlihatkan adanya hubungan negatif signifikan dampak pergantian terhadap pertumbuhan pendapatan, dan ini konsisten dengan hipotesis pertamanya.

2.2. VARIABEL AKUNTANSI YANG MENJELASKAN PERGANTIAN

2.2.1. Penelitian Smith, Wright and Huo (2008)

Variabel yang digunakan dalam penelitian Smith, Wright and Huo – SWH (2008) adalah variabel yang ditemukan signifikan secara statistika di dalam penelitian

sebelumnya. Sementara studi sebelumnya umumnya menilai return tidak normal di seputar pengumuman, dan penelitian ini tidak menggunakan yang ini. Variabel yang digunakan adalah:

- a. Total assets. Variabel ini digunakan sebagai proksi untuk ukuran perusahaan, dan peneliti menggunakan natural log untuk mengontrol ketidaklinieran data yang sangat tinggi.
- b. Total debt, memperlihatkan akses untuk pasar modal. Data Tdebt yang digunakan di dalam penelitian SWH juga menggunakan natural log untuk mengatasi masalah linearity.
- c. Book value of equity (**BVEQ**), untuk mewakili investasi keuangan oleh pemegang saham dan variabel ini juga penting untuk memantapkan kekuatan keuangan perusahaan.
- d. Debt to equity (**Debt/EQ**), 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) semakin signifikan peningkatan probabilitas to layoffs (penghentian sementara)
- e. Retained earnings (**RE**).
- f. The current ratio (**Current**), formulasi current assets/current liabilities, dan disajikan sebagai proksi untuk kekurangan keuangan jangka pendek. Penelitian sebelumnya menunjukkan hubungan yang negatif terhadap probabilitas kebangkrutan (Flagg and Giroux, 1991, Zmijewski, 1984, and Altman, 1977 – dalam Smith, Wright and Huo, 2008)

- g. The Interest coverage ratio (**Intcovg**), setara dengan $\text{Net Income/Interest expense} + 1$. ($\text{Net Income/Interest expense} + 1$). Ditambah satu karena beban bunga sudah dibayar sekali saat mendapat *Net Income*. Ukuran ini mewakili tekanan jangka pendek karena perusahaan tidak dapat membayar kreditor yang hutangnya jatuh tempo saat ini. Dalam Smith, Wright and Huo (2008) dijelaskan bahwa Hovakimian and Titman (2003) dan Asquith, Gertner and Scharfstein (1994) menggunakan ukuran *times interest earned measure* untuk mengklasifikasikan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Variabel binary juga digunakan (**IntcovgVar**), yang dinotasikan 1 jika perusahaan memiliki rasio Intcovg yang kurang dari 1 selama tahun observasi.

Selain variabel akuntansi yang telah dijelaskan di atas, penelitian SWH (2008) ini juga mempertimbangkan variabel non-akuntansi, seperti:

- h. Distress, menggunakan variabel binari, 1 jika IntcovgVar atau BankVar sama dengan 1.
- i. EPSOPS, earnings per share form operations
- j. Employees (EMPL), jumlah tenaga kerja yang terdapat diperusahaan setiap tahun (dalam ribuan).
- k. The (Z-score), diukur dengan menggunakan ukuran Altman (1968) dan digunakan sebagai indikator standar kebangkrutan. Angka 3+ adalah baik, 1.8 hingga 3 adalah marjinal (rata-rata), dan kurang dari 1.8 adalah buruk dan mengandung arti probabilitas kebangkrutan yang tinggi terhadap perusahaan dua tahun mendatang.

- l. BankVar, adalah variabel binary, dengan skor 1 jika Z-score sama dengan 1.8 atau kurang, dan 0 jika selainnya.
- m. Survived, adalah variabel binary yang diberi skor 1 jika bertahan lewat dari 5 tahun, dan 0 selainnya.
- n. B1mo, adalah variabel binary yang digunakan untuk perusahaan yang nonsurviving, 1 jika perusahaan tersebut menjadi bangkrut dan 0 jika dimerges.
- o. Except, variabel binari untuk keberuntungan perusahaan.
- p. Percentage of layoff (layoff), persentase penurunan perusahaan, diperlihatkan dengan jumlah yang sesungguhnya atas layoff yang diumumkan dibagi dengan ukuran perusahaan saat pengumuman.

Untuk sampel penelitian yang mereka gunakan secara keseluruhan, rata-rata *average debt to equity ratio* selama periode 7 tahun, -2 to +5, berhubungan negatif -2.21, yang mengandung arti bahwa rata-rata perusahaan mengalami total ekuitas yang negatif. *T-tests* menunjukkan bahwa perbedaan utama antara perusahaan yang *surviving* dan *non-surviving* adalah yang berhubungan dengan ukuran perusahaan dan kondisi keuangan. Hasil yang signifikan dengan *p-values* yang lebih kecil dari 0,05 untuk semua sampel, termasuk *Total assets*, *Debt*, *Book Value of Equity*, *Current Assets*, *Current Liabilities*, *Interest coverage ratio* dan *number of employees* yang semuanya signifikan untuk perusahaan yang *surviving*. Estimasi koefisien untuk *current ratio* adalah negatif dan secara statistika signifikan, suatu hasil yang mendukung pada temuan studi Altman et al. (1977) dan Hill et al. (1996), dan mengindikasikan bahwa

perusahaan dengan *current ratio* yang lebih rendah memiliki probabilitas bangkrut yang lebih besar.

Perusahaan yang *surviving* juga memiliki variabel tekanan dan kebangkrutan yang signifikan lebih rendah dibanding dengan perusahaan yang *nonsurviving*. Estimasi koefisien untuk variabel *DISTRESS* juga secara statistika signifikan dan positif, sehingga perusahaan yang memiliki *interest coverage ratio* yang lebih tinggi (*lower levels of distress*) memiliki probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah di masa mendatang. Temuan ini dikatakan SWH konsisten dengan temuan Ofek (1993), Flagg et al., (1991), and Hill et al. (1996).

2.2.2. 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; dan 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.

2.2.3. Penyimpangan akuntansi (Accounting Irregularities)

Studi Leone & Liu (2010) adalah paper yang paling terkini yang membahas seputar pergantian eksekutif perusahaan. Paper ini menguji hipotesis tentang *founder*

CEO (CEO yang merupakan pendiri perusahaan) lebih banyak "dipecat" dibandingkan dengan *non-founder CEO* ketika terjadi penyimpangan akuntansi (*accounting irregularities*) diungkap. Leone and Liu- LL (2010) juga menguji apakah CFO akan menjadi tumpuan kesalahan ketika CEO adalah pendiri perusahaan.

Hasil studi LL menemukan bahwa tingkat pergantian pada CEO pendiri meningkat dari 10,3% ke 29,2% (peningkatan sebesar 18,9%) ketika penyimpangan akuntansi. Meskipun peningkatan ini signifikan, peningkatan ini secara substansial lebih kecil dibandingkan dengan tingkat pergantian pada CEO bukan pendiri. Untuk tingkat pergantian CEO bukan pendiri meningkat dari 10,5% ke 48,6% (meningkat sebesar 38,1%). Konsisten dengan prediksi LL, hasil studi mereka menemukan bahwa hampir dua kali lipat terjadi pergantian CEO ketika CEO-nya adalah bukan pendiri perusahaan. Bukti ini konsisten dengan dewan perusahaan yang cenderung untuk memecat CFO dan menjadikannya tumpuan kesalahan khususnya dalam kasus CEO pendiri. *Ritual Scapegoating Theory* menjelaskan fenomena ini, yang mana teori ritual "kambing hitam" (Gamson and Scotch 1964) ini, mempostulatkan bahwa sesungguhnya tidak ada hubungan yang signifikan antara pergantian dengan kinerja. Dalam kasus ini, CFO yang menjadi "kambing hitam" atas kinerja buruk perusahaan. CFO umumnya dipecat untuk memberikan sinyal kepada pasar bahwa perusahaan telah membenahi permasalahan di dalam perusahaan sehingga mengakibatkan terjadinya penyimpangan akuntansi dengan memecat CFO perusahaan, meskipun kesalahan mungkin saja tidak disebabkan karena kinerja CFO yang buruk. Diharapkan setelah pemecatan, pasar akan

memulihkan kepercayaannya terhadap perusahaan dan selanjutnya bereaksi positif yang tercermin pada kinerja pasar perusahaan yang semakin baik.

2.2.4. Earnings (EBIT)

Engle, Hayes and Wang - EHW (2003); DeFond and Hung (2003) menggunakan variabel earnings di dalam penelitian mereka. Tujuan paper yang ditulis oleh EHW ini adalah untuk mempelajari bagaimana hubungan antara berbagai pengukuran kinerja dan pergantian CEO yang dipengaruhi oleh sifat-sifat sistem akuntansi. Secara khusus, EHW menguji variasi cross-sectional pada posisi penting informasi akuntansi dan return pasar pada keputusan CEO, dan menghubungkan sifat-sifat ini pada ukuran kinerja. Beberapa studi yang telah memulai terlebih dahulu adalah Coughlan and Schmidt (1985); Warner et al. (1988); dan Weisbach (1988).

Kontribusi utama teori agensi dalam isu ini adalah untuk mengidentifikasi sifat-sifat apa menjadi ukuran yang baik untuk mengukur kinerja seorang agen. Model agensi pengukuran kinerja berganda seperti Banker and Datar (1989) dan Holmstrom and Milgrom (1991) menunjukkan bahwa penggunaan ukuran kinerja yang relatif lebih tepat dan lebih peka terhadap usaha agen dapat membantu mengurangi biaya agensi. Penelitian ini telah melahirkan suatu pertumbuhan di dalam literatur yang mencoba untuk menilai apakah praktek tata kelola perusahaan berkesesuaian dengan prediksi ini (bahwa ukuran kinerja yang relatif lebih tepat dan lebih peka terhadap usaha agen dapat membantu mengurangi biaya agensi). Untuk menguji prediksi ini, EHW merancang pengukuran terhadap sinyal dan “noise” yang dikandung di dalam pengukuran kinerja

berbasis akuntansi dan pasar (*accounting and market based measures of performance*).

Kinerja akuntansi yang digunakan EHW adalah earnings, seperti yang digunakan pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ball, Kothari and Robin (2000) dan Bushman et al. (2003), antara lain, dengan merancang sebuah ukuran earnings yang “tepat waktu.” Ukuran ini dimaksudkan untuk merefleksikan sejauhmana earnings saat ini menangkap informasi *value-relevant* saat ini. Karena secara intuisi, informasi earnings yang tepat waktu dapat menangkap informasi yang bernilai relevan, sehingga investor dapat mengambil manfaat yang lebih besar sementara direktur dapat menilai bagaimana dan mengapa nilai ekuitas berubah. Model untuk mengukur “tepat waktu” ini adalah dengan menghubungkan earnings dan return. Peningkatan hubungan antar keduanya adalah proksi “tepat waktu” yang dimaksud EHW.

Defond and Park – DP (1999) berargumen bahwa perusahaan di dalam industri yang kurang terkonsentrasi memiliki perusahaan pembanding yang luas. Konsekuensinya earnings industri tersebut memberikan sinyal yang tepat sebagai faktor yang mempengaruhi perusahaan di dalam industri tersebut. Hipotesis DP adalah konsentrasi industri dapat menjelaskan variasi *cross-sectional* dengan menggunakan earnings pengesuaian di dalam pergantian CEO. Analisis variasi *cross-sectional* yang dilakukan EHW menggunakan informasi akuntansi saat pergantian CEO. Dan EHW menemukan bahwa pergantian CEO lebih umum (terjadi) pada industri yang kurang terkonsentrasi. Temuan ini konsisten dengan penelitian DP bahwa komisaris dapat belajar lebih cepat tentang kemampuan CEO pada jenis industri ini dan selanjutnya

dapat mengganti CEO yang kinerjanya buruk secepatnya. Hasil ini hanya ditemukan DP pada sampel perusahaan yang mengalami pergantian. Engle et al. (2003); DeFond & Hung (2003) 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.

2.2.5. Variabel Diskresi

Murphy and Zimmerman – MZ (1993) menguji dan mendokumentasikan perilaku berbagai variabel keuangan di sekitar pergantian CEO, dan selanjutnya mempertimbangkan implikasi perubahan simultan di antara variabel. Beberapa variabel diskresi diuji adalah R & D, iklan, belanja modal, dan akuntansi akrual, yang diasumsikan berasal dari kebijakan (*discretion*) manajerial yang cukup besar, sementara yang lain seperti penjualan, aset, dan harga saham-kinerja, diasumsikan kurang *discretion*; karena sebagian besar lebih mencerminkan kesehatan ekonomi (“kinerja”) dari organisasi.

Perilaku dari berbagai variabel yang terkait erat dikarenakan (i) variabel *discretionary* dipengaruhi oleh kinerja perusahaan, sebagaimana juga pergantian CEO, dan (ii) pergantian CEO adalah masalah endogen dan secara terpisah ditentukan oleh kinerja perusahaan. Jadi, misalnya, penurunan R & D terkait dengan pergantian CEO mungkin mencerminkan kebijaksanaan manajerial tetapi mungkin juga menunjukkan bahwa permasalahan atas biaya R & D dan pergantian CEO disebabkan oleh variabel ketiga, yaitu kinerja perusahaan yang buruk.

MZ memfokuskan pada tiga kebijakan potensi yang *non-mutually exclusive* dalam hubungannya dengan pergantian

CEO. **Pertama**, CEO yang keluar mendekati pensiun atau tanggal pergantian membuat keputusan akuntansi atau investasi yang meningkatkan earnings (earnings-based compensation) pada akhir tahun mereka, tentu saja dengan mengorbankan earnings di masa datang. **Kedua**, CEO yang keluar dari perusahaan yang berkinerja buruk terancam oleh pembatasan dalam membuat kebijakan akuntansi atau investasi dalam upaya untuk menutupi memburuk kesehatan ekonomi perusahaan (yang “*cover-up*”). **Ketiga** CEO yang baru masuk melakukan ‘*mandi*’; yaitu, mereka meningkatkan earnings di masa depan dengan mengorbankan earnings di tahun transisi dengan cara melakukan penghapusan kegiatan divisi yang tidak diinginkan dan tidak menguntungkan (“*mandi besar*”).

a. Biaya Penelitian dan Pengembangan (R&D)

Peneliti yang melakukan investigasi pemasalahan jangka waktu (cakrawala) manajerial, seperti Butler and Newman (1989) dan Dechow and Sloan (1991)- dalam Murphy and Zimmerman (1993), telah memfokuskan pada variabel biaya penelitian dan pengembangan (R & D) sebagai target kebijakan manajerial yang berkemungkinan mendahului keluarnya CEO dari organisasi. Jika CEO dinilai atas dasar kinerja akuntansi perusahaan mereka, pada saat CEO mendekati masa pensiun, mereka akan memiliki dorongan keinginan untuk meningkatkan earnings jangka pendek dengan mengorbankan keuntungan jangka panjang.

Sebagai informasi tambahan, sejak tahun 1974, *Financial Accounting Standards Board (FASB)* telah disyaratkan bagi perusahaan untuk mengatasi permasalahan pengeluaran R & D, yang mana biaya R & D tersebut diakui sebagai biaya pada tahun terjadinya.

Oleh karena itu, dengan menggunakan asumsi bahwa pengeluaran tersebut tidak menguntungkan pada tahun investasi, setiap pemotongan (pengurangan) dolar untuk biaya R & D di tahun anggaran berjalan akan menghasilkan peningkatan dolar dalam earnings akuntansi sebelum pajak tahun akuntansi.

Penelitian MZ ini tidak berhasil mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat penurunan biaya R & D oleh CEO sebelum mereka keluar. Hasil temuannya memperlihatkan bahwa biaya R & D pada tahun +1, +2, +3 dan +4 lebih kecil dibandingkan dengan biaya R & D di tahun -5 hingga -2. Temuan ini dikatakan Murphy and Zimmerman (1993) konsisten dengan Butler and Newman (1989) dan Gibbons and Murphy (1992), yang menyimpulkan bahwa kepergian eksekutif tidak menurunkan biaya R & D pada akhir tahun kepemimpinan mereka.

b. Biaya Iklan

Mirip dengan biaya R & D, biaya iklan merupakan investasi yang mungkin manfaatnya tidak sepenuhnya akan diperoleh pada tahun investasi dilakukan. Karena manfaat biaya iklan saat ini, menggunakan bonus compensation plan, CEO tidak dapat merasakan manfaat pada masa yang akan datang (karena pensiun, misalnya) maka mereka akan mengurangi biaya iklan pada tahun sebelum mereka pensiun.

Analisis yang dilakukan ZM memperlihatkan bahwa biaya iklan menurun secara signifikan pada tahun transisi dibandingkan dengan tahun -5 hingga -2. Hasilnya adalah negatif dan signifikan yang menunjukkan bahwa CEO yang akan pensiun

mengurangi secara signifikan biaya iklan pada tahun sebelum mereka pensiun.

c. Biaya Modal (Capital Expenditure)

Di dalam ZM dijelaskan bahwa biaya modal hampir sama dengan biaya R&D dan iklan, yang mana manfaatnya tidak akan dirasakan penuh pada tahun investasi dilakukan. Namun, tidak seperti biaya R&D dan biaya iklan, biaya modal tidak secara langsung dibiayakan, melainkan penurunan nilainya dilakukan hanya pada tahun berjalan ke dalam depresiasi. Selanjutnya CEO yang akan keluar berharap untuk dapat meningkatkan earnings yang dipakai sebagai dasar kompensasi, cenderung akan menurunkan biaya R&D dan iklan dibandingkan dengan menurunkan biaya modal. Analisis yang dilakukan MZ menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan biaya modal menurun secara signifikan pada tahun transisi dan pada tahun pertama CEO yang baru dibandingkan dengan tahun ke -5 hingga tahun -2.

Prediksi kebijaksanaan manajerial terhadap biaya R & D dan periklanan menyarankan bahwa CEO yang keluar akan melakukan tindakan meningkatkan earnings akuntansi (yang selanjutnya meningkatkan bonus mereka) saat mendekati masa pensiun. Akuntansi akrual sering didefinisikan sebagai perbedaan antara laba akuntansi dan arus kas, sering juga digunakan sebagai proksi dari bagian earnings di mana manajer dapat melakukan kebijaksanaan yang paling besar. Oleh karena itu, peningkatan laba akuntansi akrual dan earnings sebelum CEO keluar dari organisasi adalah bukti kebijaksanaan manajerial pada CEO yang akan keluar.

Definisi akrual yang digunakan MZ adalah seperti yang dijelaskan De Angelo et al., (1992), yaitu: *laba bersih - dana dari operasi + perubahan piutang dagang + (persediaan (inventori), asset lancar lainnya) - (hutang dagang, hutang pajak dan hutang jangka pendek lainnya)*.

2.2.6. Financial Restatement

Pada studi Feldmann, Read and Abdolmohammad – FRA (2009), mereka menguji *post-restatement, audit fees* dan *executive turnover* pada sampel perusahaan yang melakukan *restated* laporan keuangan mereka tahun 2003. FRA menginvestigasi dan menemukan bukti bahwa *audit fees* yang lebih tinggi terdapat pada perusahaan yang melakukan *restatement* dibandingkan dengan perusahaan lain yang tidak melakukan *restatement* yang menjadi sampel kontrol pada penelitian ini.

Tujuan paper FRA ini adalah untuk menginvestigasi apakah *audit fee* yang lebih tinggi pada perusahaan mengikuti kesalahan pelaporan keuangan dan untuk menentukan apakah bagian dari tindakan pengulangan tersebut dapat meningkatkan *audit fee*. Mengikuti penelitian sebelumnya, FRA menggunakan *restatement* sebagai kesalahan pelaporan keuangan (*financial reporting failure*) (lihat Kinney et al., 2004; Srinivasan, 2005; Desai et al., 2006). FRA mengajukan preposisi bahwa mengikuti pelaporan keuangan yang salah-catat (*misstatement*), seorang auditor sepertinya menilai bahwa perusahaan memiliki risiko audit yang lebih tinggi relatif terhadap perusahaan yang tidak memiliki permasalahan audit. Karena terdapat hubungan positif antara risiko dengan audit fee yang telah mapan di dalam literatur (lihat review Hay et al. 2006), FRA menghipotesiskan dan menemukan bahwa

perusahaan dengan *restatements* memperlihatkan audit fee yang lebih tinggi dibandingkan dengan sampel kontrol perusahaan yang *non-restatement*.

Studi terdahulu mengobservasi pergantian manajemen yang semakin tinggi mengikuti *restatements* (Arthaud Day et al. 2006; Desai et al. 2006), semakin tinggi pergantian dewan mengikuti *restatements* (Srinivasan 2005) dan kecurangan pelaporan keuangan (Farber 2005), dan semakin tingginya pergantian manajemen mengikuti pengunduran diri auditor (Menon and Williams 2008). Arthaud-Day et al. (2006) berargumen bahwa *restatement* keuangan mendorong pada kerusakan legitimasi organisasional, dan mereka menyarankan bahwa pergantian eksekutif di dalam organisasi bertujuan untuk mempertahankan legitimasi tersebut melalui membuat jarak dengan tim manajemen yang berhubungan dengan *restatement* tersebut. Sama juga, Menon and Williams (2008) berargumen bahwa pergantian manajemen puncak merupakan “*signals investors of the directors*”.

FRA menggunakan *financial restatement* sebagai suatu kejadian yang memperlihatkan legitimasi organisasional terancam, karena memiliki implikasi adanya keterkaitan antara biaya dengan *restatement* yang pada akhirnya dapat merusak legitimasi.

Pada penelitian FRA (2009) ini, dijelaskan beberapa teori yang menjelaskan tindakan pergantian eksekutif. Seperti yang telah dijelaskan pada literatur sebelumnya bahwa pergantian eksekutif merupakan strategi perusahaan untuk membangun kembali legitimasi perusahaan. *Organizational legitimacy theory* yang telah banyak digunakan untuk menjelaskan mengapa pergantian

eksekutif terjadi, baik CEO maupun CFO, yang sering terjadi seiring dengan dilakukannya *financial restatements* (Arthaud-Day et al. 2006). Legitimasi didefinisikan sebagai “*a generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper, or appropriate within some socially constructed system of norms, values, beliefs, and definitions*” (Suchman 1995, 574). Artinya bahwa legitimasi adalah persepsi umum atau asumsi yang menjelaskan bahwa tindakan entitas adalah sesuatu yang diharapkan, pantas, dan berkesesuaian dengan sistem norma, nilai, keyakinan dan definisi yang dibangun di dalam masyarakat. Sehingga jika perusahaan telah bertindak bertentangan dengan hal-hal yang diharapkan, pantas, dan berkesesuaian dengan sistem sosial masyarakatnya maka perusahaan tersebut akan kehilangan legitimasinya. *Financial restatement* yang dilakukan perusahaan mengindikasikan bahwa sebenarnya ada kesalahan yang terjadi di dalam laporan keuangan. Kesalahan tersebut akan meningkatkan risiko audit dan akhirnya akan menambah *audit fee*, jika *restatement* dilakukan sebatas kesalahan yang tidak material. Jika *restatement* dilakukan untuk menutupi kesalahan fatal yang dilakukan oleh pihak manajemen, risiko audit akan semakin tinggi dan akhirnya akan mendorong *audit fee* yang tinggi pula. Kondisi inilah yang dapat merusak legitimasi perusahaan, dan beberapa perusahaan akhirnya akan mengganti eksekutifnya yang terkait dengan tindakan *financial restatement* tersebut. penjelasan ini yang meyakinkan beberapa peneliti untuk menjelaskan bahwa hubungan *financial restatement* dengan pergantian adalah positif. Artinya, jika perusahaan melakukan *financial restatement* cenderung akan diikuti dengan pergantian eksekutifnya.

Selain itu juga, *Institutional theory* telah didefinisikan oleh beberapa peneliti sebagai “*a process by which companies adopt policies, some substantive and some symbolic, that are widely acknowledged as “proper” in the given environment and thus gain legitimacy* (Meyer and Rowan 1977). *Institusional teori* ini terlihat sebagai suatu prasyarat untuk menuju suatu legitimasi. Karena pemahaman dan aplikasi *Institutional Theory* ini akan mendorong terpenuhinya legitimasi, seperti yang telah dijelaskan bahwa *institutional theory* adalah suatu proses yang mana perusahaan mengadopsi kebijakan, beberapa bersifat substansi dan beberapa bersifat simbolik, yang karenanya perusahaan tersebut “pantas” berada di dalam lingkungan tertentu dan selanjutnya meraih legitimasi.

2.2.7. Kompensasi/bonus

Studi yang memberikan bukti empiris bahwa besaran pembayaran yang diterima eksekutif berhubungan negatif terhadap pergantian (Mobley et al. 1979; Balsam & Miharjo 2007). Balsam & Miharjo (2007) menguji hubungan antara kompensasi ekuitas dan pergantian eksekutif secara sukarela. Kompensasi ekuitas ini dianggap paling pantas digunakan sebagai ukuran pembayaran yang diberikan perusahaan kepada manajer perusahaan.

Perencanaan bonus didasarkan pada target earnings tahunan merupakan gambaran umum perencanaan kompensasi di Amerika. Pada tahun 1980 perencanaan bonus yang didasarkan pada target earnings sudah digunakan oleh 90 persen dari 1000 perusahaan manufaktur terbesar di AS (Healy, 1985). Perencanaan bonus yang didasarkan pada earnings merupakan bagian yang substansial dari kompensasi eksekutif jangka pendek.

Sebagai contoh, pada tahun 1978 rata-rata rasio bonus akuntansi dari gaji pokok untuk para eksekutif senior adalah sebesar 52 persen (Fox, 1980).

2.2.8. Studi Puffer and Weintrop (1991)

Puffer and Weintrop - PW (1991) membahas dengan baik hubungan antara dewan komisaris dengan CEO. Mereka menyatakan bahwa perhatian mendasar dari pemegang saham di perusahaan modern muncul dari pemisahan kepemilikan dari pengendalian. Karena kompleksitas operasi perusahaan, para pemilik (pemegang saham dan wakil-wakil mereka, serta dewan komisaris) tidak mampu mengelola semua aspek korporasi, sehingga mereka dipaksa untuk mendelegasikan pengendalian operasional dan selanjutnya menyewa profesional (dalam hal ini adalah CEO dan tim manajemennya). Teori agensi mempostulatkan bahwa konflik kepentingan dapat timbul karena tujuan dewan komisaris dan CEO tidak secara otomatis sama. Dewan komisaris utamanya tertarik untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan memaksimalkan harga saham, sedangkan CEO dimotivasi oleh kepentingan diri sendiri dan peningkatan kekayaan pribadi melalui kompensasi (uang) dan manfaat lain yang tidak berhubungan dengan uang (*nonpecuniary*). Dewan kemudian dihadapkan pada bagaimana mencari cara yang dapat memastikan bahwa CEO akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Kompensasi kontrak dan pemecatan adalah mekanisme (cara) untuk mengendalikan tindakan CEO dan menyelaraskan kepentingan CEO dan pemegang saham. Mekanisme ini, tentu saja, dapat berfungsi untuk mengurangi biaya agensi (Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Lambert and

Larcker, 1985; Eisenhardt, 1989; Walsh dan Seward, 1990 - dalam Puffer and Weintrop, 1991).

Ukuran kinerja dalam kontrak kompensasi. Pada bagian ini PW menyatakan bahwa kontrak kompensasi CEO biasanya memasukkan beberapa skema bonus yang biasanya dapat mengambil tiga bentuk: rencana opsi saham yang didasarkan pada harga saham masa depan, rencana kinerja yang didasarkan pada pencapaian target earnings perusahaan, dan, pada tingkat yang lebih rendah, target rasio akuntansi selektif yang ditetapkan oleh dewan direktur untuk mengukur tujuan-tujuan khusus mereka. Kontrak kompensasi CEO sering memasukkan skema bonus yang didasarkan pada lebih dari satu indikator kinerja perusahaan. Setidaknya ada dua alasan yang mendasari ini terjadi praktik ini dapat diturunkan dari rerangka teori agensi. Alasan pertama didasarkan pada kontrak model teoritis yang menunjukkan bahwa sejumlah peningkatan dalam kriteria kinerja, evaluasi efektivitas CEO menjadi lebih optimal (Holmstrom, 1979). Karena setiap kriteria yang termasuk dalam kontrak kompensasi dapat mengukur kinerja berbeda, sedangkan menggabungkan beberapa ukuran kinerja yang berbeda tersebut dapat membantu menghilangkan beberapa gangguan yang terkandung pada masing-masing ukuran, sehingga memberikan penilaian yang lebih jelas terhadap kontribusi CEO pada kinerja organisasi. Alasan kedua didasarkan pada beberapa indikator kinerja yang selanjutnya pengukuran kinerja harus mendorong CEO untuk bertindak untuk kepentingan pemegang saham serta melindungi beberapa kepentingan CEO sendiri. Jika tidak, CEO mungkin merasa terancam atau merasa dieksploitasi, sehingga, mungkin tidak akan bertindak untuk memberikan yang terbaik bagi

kepentingan organisasi (Lambert dan Larcker, 1985). Tiga jenis perencanaan bonus dan hubungannya dengan penilaian CEO dijelaskan seperti di bawah ini.

Stock Plans. Suatu ukuran utama terhadap kinerja perusahaan adalah perubahan harga saham. Perencanaan saham sering muncul sebagai dorongan bagi CEO dalam kontrak kompensasi dalam bentuk opsi saham, hak apresiasi saham, saham *phantom*, unit dividen, dan saham terbatas (Larcker, 1983). Rencana saham biasanya dilihat sebagai bentuk kompensasi jangka panjang dan terstruktur sesuai. Sebagai contoh, opsi saham adalah tetap pada tingkat di atas harga jual saat ini. Jika harga saham naik di atas harga opsi, CEO dapat membeli saham pada harga tetap, sementara mereka berada di bawah harga pasar yang berlaku saat saham dieksekusi.

Perencanaan saham masih memiliki potensi keberhasilan yang campuran dalam menyelaraskan pemegang saham dan CEO kepentingan. Di satu sisi, dengan memiliki saham perusahaan di pasar saham, CEO memiliki dorongan untuk melakukan proyek-proyek yang meningkatkan harga saham perusahaan. Setiap terjadi kenaikan harga saham membuat CEO lebih baik. Di sisi lain, dengan sangat mengandalkan kompensasi dari perencanaan saham, mungkin membebani CEO dengan risiko yang besar, karena harga saham merupakan dampak dari faktor-faktor yang di luar kendali manajemen. Akibatnya, CEO mungkin mengadopsi strategi investasi yang lebih konservatif untuk melindungi kepentingan pribadinya dan mengorbankan kegiatan yang berpotensi mendatangkan return yang tinggi bagi pemegang saham (Lambert dan Larcker, 1985).

Target Earnings. Metode kedua untuk mengevaluasi kinerja perusahaan adalah dengan menggunakan target earnings tahunan. Meskipun terdapat keterkaitan antara harga saham dan earnings, kita mengetahui bahwa tidak terdapat bukti yang menunjukkan bahwa harga saham terjadi (ditetapkan) atas perubahan nilai earnings. Informasi tambahan yang diberikan oleh earnings akan membantu penggunaannya dalam membedakan dampak tindakan CEO dan faktor-faktor eksogen yang diluar kendali manajemen. Target earnings juga membantu menyeimbangkan dampak risiko yang akan ditanggung CEO jika mereka hanya dikompensasi dengan menggunakan saham (Lambert dan Larcker, 1985).

Perencanaan bonus didasarkan pada target earnings tahunan merupakan gambaran umum perencanaan kompensasi di Amerika. Pada tahun 1980 perencanaan bonus yang didasarkan pada target earnings sudah digunakan oleh 90 persen dari 1000 perusahaan manufaktur terbesar di AS (Healy, 1985). Perencanaan bonus yang didasarkan pada earnings merupakan bagian yang substansial dari kompensasi eksekutif jangka pendek. Sebagai contoh, pada tahun 1978 rata-rata rasio bonus akuntansi dari gaji pokok untuk para eksekutif senior adalah sebesar 52 persen (Fox, 1980).

Rasio Akuntansi Seleksian. Rasio akuntansi adalah ukuran dari profitabilitas dan keefisienan yang ditelusuri oleh evaluator internal dan eksternal perusahaan untuk menilai kesehatan perusahaan (Weiner dan Mahoney, 1981). Pengujian rasio akuntansi yang diuji dalam studi empiris mencakup *return on aset* (Virany, Tushman, and Romanelli, 1985; dan Harrison, Torres, and Kukalis, 1988), *return on equity* (James and Soref, 1981; Allen and Panian,

1982; Lubatkin and Chung, 1985; Robinson and Brief, 1985; Harrison, Torres, and Kukalis, 1988), dan profit margin penjualan (Salancik and Pfeffer, 1980; Harrison, Torres, and Kukalis, 1988). Penelitian yang menggunakan rasio akuntansi lebih sedikit jika dibandingkan dengan penggunaan harga saham dan target earnings. Para peneliti umumnya menggunakan bentuk pengukuran kinerja akuntansi saat ini dan melepaskan (mengabaikan) kinerja masa lalu.

2.3. SIMPULAN

Informasi akuntansi telah ditemukan di banyak penelitian menjadi bagian yang dipertimbangkan di dalam pergantian CEO perusahaan. Kinerja akuntansi yang buruk pada beberapa periode ditemukan telah memicu tindakan pergantian. Namun begitu, terdapat juga beberapa penelitian yang tidak menemukan menurunnya kinerja akuntansi di sekitar periode sebelum terjadinya pergantian. CEO yang bereputasi umumnya akan memiliki peluang untuk beralih ke perusahaan lain dalam beberapa pertimbangan. CEO yang seperti ini umumnya memiliki kinerja yang baik dan mampu meningkatkan nilai perusahaan. *Labor market theory* adalah salah satu teori yang tepat untuk menjelaskan isu ini. Studi yang memfokuskan pada isu CEO yang bereputasi menjadi tantangan menarik bagi peneliti di area ini.

3

MEMBURUKNYA KINERJA PASAR PERUSAHAAN SEBELUM KEJADIAN PERGANTIAN CEO

3.1. PENDAHULUAN

Saat ini, hasil penelitian empiris 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. Reinganum (1985) dan Borstadt (1985) juga menemukan tidak ada penerimaan dalam kondisi khusus yang berhubungan dengan eksekutif dan ukuran perusahaan. Beatty and Zajac (1985) juga menemukan hubungan return yang negatif (namun) tidak signifikan pada pengumuman perubahan manajemen. Furtado and Rozeff (1987) and Weisbach (1988) melaporkan return yang positif signifikan pada pengumuman perubahan manajemen. Ketidak-konsistenan temuan studi ini

karena adanya pengaruh gangguan (*confounding*) informasi yang berhubungan pada saat pengumuman perubahan manajemen.

Sebagaimana Warner et al. (1988) dan Jensen and Warner (1988) mencatat, return tidak normal pada pengumuman perubahan manajemen merupakan gabungan dari efek informasi pengumuman itu sendiri (*real information*) dan efek informasi yang lainnya. Efek informasi sesungguhnya memiliki hubungan negatif jika perubahan menyiratkan bahwa kinerja perusahaan sangat buruk sehingga pasar mewujudkan dalam return.

3.2. RETURN SAHAM

Paper yang ditulis oleh Warner, Watts and Wruck-WWW (1988) ini adalah salah satu riset pemula dalam kajian pergantian CEO di bidang akuntansi. Penelitian ini banyak diacu di dalam penelitian berikutnya dalam area yang sama. Studi ini menguji hubungan antara return saham dan return pasar perusahaan dengan perubahan manajemen puncak. Konsisten dengan pengawasan internal manajemen, terdapat hubungan negatif (terbalik) antara probabilitas perubahan manajemen dengan kinerja saham perusahaan.

Hipotesis utama penelitian WWW ini adalah probabilitas perubahan manajemen puncak berhubungan negatif (terbalik) dengan kinerja harga saham. Paper ini memberikan temuan baru pada masa itu, yaitu adanya mekanisme untuk melepas manajer yang tidak efisien dan mendorong manajer untuk bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Meskipun dikatakan bahwa pengawasan eksternal, seperti pengambil-alihan pasar dapat memberikan fungsi pengawasan, namun WWW menyatakan terdapat beberapa jenis pengawasan internal yang potensial yaitu, (1) pengawasan langsung dari dewan komisaris (Fama 1980), (2) saling mengawasi antar manajer perusahaan (Fama and Jensen 1983), dan (3) pengawasan oleh pemegang saham mayoritas

(Sldeifer and Vishny 1986). Jika mekanisme ini efektif, dan jika kinerja harga saham merefleksikan informasi mengenai keefektifan manajer, maka akan terdapat hubungan yang negatif antara probabilitas pergantian manajemen puncak dengan kinerja saham.

Engle, Hayes and Wang - EHW (2003) mempelajari bagaimana hubungan antara berbagai pengukuran kinerja dan pergantian CEO yang dipengaruhi oleh sifat-sifat sistem akuntansi. Secara khusus, EHW menguji variasi cross-sectional pada posisi penting informasi akuntansi dan return pasar pada keputusan CEO, dan menghubungkan sifat-sifat ini pada ukuran kinerja. Beberapa studi yang telah memulai terlebih dahulu isu ini adalah Coughlan and Schmidt (1985), Warner et al., (1988), dan Weisbach (1988). Mereka telah menganalisis pergantian CEO dan mengembangkan literatur secara luas di dalam kompensasi eksekutif. Namun, bagaimanapun 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.

Paper EHW ini menguji bagaimana memboboti (memberi nilai) pada akuntansi dan pengukuran kinerja berbasis pasar di dalam keputusan pergantian CEO yang dikaitkan dengan sifat-sifat pembobotan sebagai ukuran kinerja manajerial. Secara khusus mereka berharap bahwa ketika akuntansi lebih informatif terhadap kinerja manajerial, dewan komisaris seharusnya lebih mempercayai return akuntansi di dalam pembuatan keputusan tentang keberlanjutan kerja CEO. Oleh karena itu, probabilitas pergantian seharusnya meningkat lebih cepat dengan semakin menurunnya return akuntansi di dalam perusahaan yang informasi akuntansinya menjadi ukuran kinerja manajerial.

Menggunakan sampe pergantian CEO paksaan (*forced departures*), EHW menemukan return pasar di dalam keputusan

pergantian menurun di dalam earnings yang tepat waktu dan di dalam varians return. Sedangkan, menggunakan pergantian CEO secara luas (termasuk pergantian CEO yang terjadi karena pensiun), EHW tidak menemukan dukungan terhadap hipotesisnya.

3.2.1. Ukuran Sinyal dan “Noise”

Secara luar literatur menguji pertanyaan tentang apakah yang membuat suatu ukuran bermanfaat digunakan sebagai penilaian tindakan atau kemampuan manajer. Secara luas simpulan EHW adalah bahwa manfaat dari suatu mengukur kinerja berkaitan dengan sejauh mana ketepatan kandungan informasi tentang tindakan CEO. Artinya, ukuran kinerja yang lebih presisi dan peka (yaitu, semakin tinggi rasio sinyal terhadap “noise”) akan memberi manfaat yang lebih besar dalam pengambilan keputusan. Pernyataan ini muncul dari berbagai model agensi (seperti lihat, misalnya, Holmstrom (1979) atau Banker and Datar (1989)).

Untuk menangkap earnings tepat waktu, EHW menggunakan ukuran hubungan antara earnings dan perubahan di dalam nilai pasar perusahaan. Mereka membangun suatu model untuk mempelajari kondisi bahwa semakin tinggi hubungan antara earnings dan return mengimplikasikan semakin besar bobot earnings yang dirancang manajerial. Model EHW memiliki tiga kunci utama. Pertama, nilai pasar perusahaan adalah penjumlahan dari nilai buku dan nilai harapan pasar saat ini dan masa datang (konsisten dengan Ohlson 1995). Kedua, upaya manajerial saat ini diterjemahkan menjadi penciptaan nilai “noisily”, namun itu hanya sebagian kecil saja (yang disebut EHW “parameter ketepatan waktu”); dari penciptaan nilai earnings saat ini mungkin akan memunculkan juga

earnings di masa datang. Ketiga, perubahan di dalam nilai pasar merefleksikan tidak hanya penciptaan nilai saat ini, tetapi juga di dalam harapan terhadap penciptaan nilai di masa datang. Gagasan EHW ini dapat ditemukan di dalam studi Hermalin and Weisbach (1998), yang memperlihatkan bahwa earnings merupakan fungsi manajemen (hanya) saat ini, sementara return saham juga mampu merefleksikan harapan pasar pada perubahan manajemen di masa datang.

Dari penjelasan pada alinea di atas, dapat disimpulkan bahwa sesungguhnya masing-masing earnings dan return saham memiliki perbedaan kelemahan yang potensial sebagai ukuran kinerja manajerial. Jika earnings tidak tepat waktu (γ yang rendah), maka sesungguhnya earnings tersebut lebih mencerminkan tindakan manajerial di masa lalu dan bukan saat ini. Sementara perubahan di dalam nilai pasar lebih mencerminkan kemampuan perusahaan pada penciptaan earnings saat ini dan perubahan harapan sehubungan dengan kemampuan perusahaan menciptakan nilai di masa datang. Harus dicatat bahwa terdapat hubungan yang positif antara earnings dan perubahan nilai pasar sehubungan dengan parameter γ tepat waktu. Hubungan antara earnings dan return sudah digunakan di banyak penelitian tentang sifat-sifat earnings sebagai ukuran kinerja manajerial. Namun, Sloan (1993) sebelumnya telah mencatat bahwa hanya terdapat kesepakatan yang lemah di dalam literature yang menunjukkan bagaimana hubungan ini harus dikaitkan dengan bobot earnings. Bushman et al. (1996) dan Bushman et al. (2004) berargumen bahwa hubungan yang tinggi antara earnings dan return mengindikasikan kualitas earnings yang tinggi, yang merefleksikan tindakan CEO yang baik. Sementara Lambert and Larcker (1987) dan Ittner et al. (1997) mengajukan hal

yang hubungan yang berlawanan, bahwa earnings tidak memiliki kandungan informasi, nilai perusahaan-lah yang dapat tetap menyediakan informasi yang berguna untuk mengukur kinerja CEO.

Di dalam analisis empirisnya, EHW mengikuti Bushman et al. (2004) dan menggunakan ukuran earnings yang tepat waktu dari Ball et al. (2000) untuk menangkap hubungan earnings/perubahan nilai pasar. Persamaan regresi yang digunakan EHW adalah sebagai berikut:

$$\mathbf{EARN}_t = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_1 \mathbf{NEG}_t + \mathbf{b}_1 \mathbf{RET}_t + \mathbf{b}_2 \mathbf{NEG}_t * \mathbf{RET}_t + \mathbf{e}_t.$$

Earnings ($EARN_t$) dihitung berasal dari earnings sebelum item ekstraordinari, item diskontinyu dan item khusus pada tahun t yang *dideflate* dengan menggunakan nilai pasar ekuitas awal tahun. Return (RET_t) adalah return saham penutupan 15 bulan tahun t . NEG_t adalah variable *dummy* yang setara 1 jika RET_t adalah negatif dan 0 adalah selain itu. EHW menggunakan R^2 dari regresi untuk mengukur hubungan antara earnings dengan return.

Beatty & Zajac – BZ (1987) memberikan argumentasi di dalam studinya tentang suatu pandangan yang berbeda dari topik penelitian sejenis. Paper mereka menjelaskan bahwa hubungan pergantian dan kinerja merupakan dua fungsi yang berbeda, konsep yang saling melengkapi: dampak terhadap manajer dan dampak pergantian. BZ menguji hipotesis dengan menggunakan disain penelitian *logitudinal/cross-sectional*, dengan sampel sebanyak 209 perusahaan besar. Hasil yang mereka peroleh memperlihatkan bahwa pengumuman pergantian CEO umumnya berhubungan dengan penurunan di dalam nilai perusahaan, sebagaimana yang terefleksi dalam persepsi pasar saham, dan selanjutnya penganti CEO (baru) cenderung untuk mempengaruhi

secara signifikan keputusan produksi dan investasi di dalam perusahaan. Pengganti yang digunakan di dalam paper BZ ini adalah CEO sebagai pihak yang berasal dari dalam (*insider*) dan luar (*outsider*) perusahaan.

Terdapat dua aliran penelitian sehubungan dengan perubahan kepemimpinan dan 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 (Guest 1962), ditentang dengan menggunakan “*vicious circle*” (Grusky 1963) yang 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. Studi BZ ini, fokus hanya pada perubahan kepemimpinan puncak pada perusahaan besar, dan mempelajari persepsi dan reaksi pasar modal sebelum dan setelah perubahan CEO.

Lieberson and O'Connor (1972) melakukan studi secara luas membandingkan dampak perubahan kepemimpinan terhadap kinerja setelah mengontrol pengaruh industri dan perusahaan secara tahunan. Menggunakan variabel akuntansi, profit, sales dan profitabilitas, sebagai dependen variabelnya kinerja, penulis menemukan bahwa variabel lingkungan makro-ekonomi dan organisasional (sebagai kinerja terdahulu) menjelaskan lebih banyak terhadap variance kinerja dibanding kepemimpinannya. Bagaimanapun, mereka mencatat bahwa dampak kepemimpinan sangat luas, tergantung pada variabel kinerja

yang digunakan. Mungkin saja perubahan kepemimpinan menjelaskan relatif kecil pada variance profit atau sales, namun perubahan kepemimpinan menjelaskan secara signifikan pada variance profitabilitas ketika digunakan sebagai variabel dependen.

Studi Lieberson and O'Connor (1972) ini berada dalam posisi konsekuensi pergantian kepemimpinan. Model sederhana yang dapat disimpulkan atas penjelasan ini adalah bahwa pergantian kepemimpinan sebagai variabel independen dan profitabilitas, sales dan profit sebagai variabel dependen (proksi dari kinerja).

Studi BZ sendiri berusaha 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. Hipotesis penelitian BZ adalah harga saham perusahaan berhubungan dengan pengumuman pergantian CEO. Dan selanjutnya, hubungan antara pergantian kepemimpinan dan penilaian pasar pada penyesuaian jangka panjang di dalam memutuskan produksi dan investasi dapat dianalisis dengan menggunakan pengujian ANCOVA dari Chow (1960). Hipotesis keduanya adalah resiko sistematis perusahaan (seperti beta) berhubungan dengan pengumuman pergantian CEO.

Hasil studi ini memperlihatkan adanya kecenderungan reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman pergantian CEO. Kedua hipotesis yang diajukan, H1 maupun H2 terdukung sehingga BZ berargumen bahwa sesungguhnya pergantian CEO tidak boleh dipandang sebagai permasalahan sebatas isu internal perusahaan,

yang hanya mendiskusikan dampaknya pada moral organisasi, budaya perusahaan, atau dampak akuntansinya. Studi yang BZ lakukan dengan jelas memperlihatkan pentingnya mengenali sifat pergantian CEO, khususnya terhadap dampak eksternal dari kejadian perubahan tersebut. Hasil studi ini memberikan suatu implikasi bahwa strategi organisasi dapat menciptakan nilai pemegang saham (Rappoport 1981), dan ini terlihat ketika harga saham sebagai variabel kinerja strategis meningkat signifikan di sekitar hari-hari setelah pengumuman pergantian CEO (+1, +2 dan +3).

Hasil studi ini cenderung memperlihatkan adanya reaksi negatif pasar terhadap pengumuman pergantian CEO, seolah informasi pergantian menjadi semacam ancaman atas permasalahan strategis dan manajemen perusahaan. Khusus untuk pengganti dari pihak dalam perusahaan, dampak negatifnya lebih kuat dibandingkan dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan.

3.2.2. Excess Return

Studi Bonnier and Bruner - BB (1989) menganalisis kelebihan return untuk pemegang saham pada pengumuman perubahan senior manajemen di perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Mereka menemukan kelebihan return positif dan signifikan, yang konsisten dengan hipotesis pengendalian internal perusahaan bahwa perubahan manajemen mengikuti kinerja yang buruk yang berhubungan dengan keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. Kondisi ini mengisyaratkan bahwa pergantian manajemen pada saat kinerja perusahaan buruk, akan meningkatkan return setelah pergantian sehingga akan mendatangkan keuntungan bagi pemegang saham.

Excess return yang terjadi pada saat perubahan manajemen, diperlihatkan dari hasil analisis studi BB. Return pada kejadian pengumuman positif signifikan. Pada hari -1 rata-rata kelebihan return 1,566% (median = 0,4%), rata-rata return pada hari 0 adalah 0,913% (median = 0,7%). Hasil yang positif signifikan ini berbanding terbalik dengan hasil return yang tidak signifikan dari Borstadt (1985), Reinganum (1985), dan Warner et al. (1987), dan dengan return yang negatif Beatty and Zajac (1987). Sementara Furtado and Rozeff (1988) melaporkan positif return.

3.3. RISIKO

Analisis yang dilakukan Farrell and Whiedbee - FW (2003) menunjukkan bahwa dewan komisaris 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 FW menunjukkan bahwa dewan komisaris 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.

FW menguji pergantian CEO dan keputusan pengganti dari perspektif yang berbeda dengan harapan terhadap kinerja. Serupa dengan Puffer and Weintrop (1991), FW berargumen bahwa kesalahan peramalan 1 tahun analis (penyimpangan terhadap realisasi earnings terhadap earnings yang diharapkan) memberikan tambahan informasi terhadap kinerja CEO di bawah pertimbangan earnings.

Mengacu pada usaha yang dilakukan Puffer and Weintrop – PW (1991) di dalam studinya, mereka menyatakan bahwa temuan-temuan yang tidak konsisten dalam penelitian sebelumnya pada hubungan antara kinerja perusahaan dan pergantian CEO mungkin dikarenakan kurangnya perhatian pada tipe indikator kinerja yang digunakan oleh pihak-pihak yang berkepentingan dalam membuat keputusan pergantian CEO, dalam hal ini adalah dewan komisaris. PW berpendapat bahwa dewan eksekutif mengembangkan harapan kinerja perusahaan, yang selanjutnya mereka gunakan untuk menilai kinerja CEO. Studi yang dilaporkan pada paper PW mengenai analisa peramalan yang dilakukan oleh analis keuangan terhadap kinerja perusahaan, sebagai surogasi harapan anggota komisaris, dan selanjutnya menguji hubungan antara peramalan dengan pergantian CEO. Semakin tinggi selisih perbedaan antara peramalan dengan capaian kinerja CEO, menandakan semakin tinggi pula risiko yang dihadapi CEO. Secara prinsip, studi ini menemukan bahwa pergantian terjadi ketika earnings per share (EPS) tahunan dilaporkan turun jauh dari harapan. Sampel studi ini terdiri 408 CEO di bawah usia pensiun, ukur kinerja perusahaan ini adalah sebagai prediktor pergantian CEO, sedangkan algoritma mekanikal pada return sekuritas abnormal dan rasio akuntansi historis tidak.

Studi PW menemukan ketidak-konsistenan yang mungkin dikarenakan kurangnya perhatian terhadap indikator kinerja yang digunakan oleh pihak-pihak yang bertanggung jawab atas keputusan pergantian CEO, yaitu dewan komisaris. pengujian PW didasarkan pada tiga asumsi utama. Pertama, peran penting kontrak kompensasi manajemen adalah untuk memastikan bahwa tindakan yang diambil oleh manajemen adalah untuk meyakinkan bahwa tindakan diambil untuk kepentingan terbaik para pemegang saham. Kedua, jenis indikator kinerja organisasi yang menarik bagi dewan komisaris akan ditetapkan dalam kontrak kompensasi

CEO. Ketiga, dewan komisaris berusaha untuk mengembangkan harapan mereka terhadap kriteria kinerja dan mengevaluasi kinerja sesungguhnya dalam keterkaitan terhadap pencapaian harapan mereka. Dan kegagalan pencapaian harapan dewan komisaris mungkin saja akan menyebabkan CEO dikeluarkan.

Studi PW menguji model pergantian CEO yang memasukkan tiga kriteria kinerja yang umumnya dipertimbangkan di dalam kontrak kompensasi manajemen; kinerja harga saham, target earnings dan rasio akuntansi. Kinerja harga saham dan rasio akuntansi diukur dengan menggunakan mekanikal turunan algoritma, seperti yang digunakan di banyak studi. Sebaliknya, target earnings diformulasi dengan menggunakan peramalan analisis keuangan terhadap EPS sebagai surogasi harapan dewan direksi terhadap target earnings. Dengan begitu, WP mengasumsikan bahwa peramalan analisis keuangan merefleksikan harapan dewan komisaris terhadap kinerja organisasi di masa depan, karena banyak informasi tersebut berasal dari analisis yang juga merupakan CEO perusahaan yang berarti juga anggota dewan komisaris atau penasihat dewan komisaris.

3.4. BEBERAPA VARIABEL PENELITIAN PUFFER AND WEINTROP (1991)

TURNOVER. Sebagai variabel dependen (0 jika tidak terjadi pergantian; 1 jika terjadi pergantian).

Unexpected EPS (*UNEXPECTED*). Ukuran kinerja ini menggunakan perencanaan bonus berdasarkan earnings, yang dikur dari perbedaan EPS sesungguhnya dan mean dari harapan analisis keuangan yang dilaporkan IBES. Formulasnya diadopsi dari Brown and Rozeff (1978) sebagai berikut:

$$\mathbf{UNEXPECTED}_{it} = (\mathbf{ACTEPS}_{it} - \mathbf{FEPS}_{it}) / [\mathbf{FEPS}_{it}],$$

Unexpected Industry EPS (*UNEXPIND*). Ukuran ini memperlihatkan rata-rata perbedaan antara EPS sesungguhnya

dengan harapan analisis keuangan terhadap perusahaan dalam masing-masing industri.

Cumulative abnormal security returns (CAR). Ukuran kinerja ini menggunakan perencanaan saham untuk CEO. *Abnormal security return* merupakan bagian dari return yang tidak diantisipasi dengan menggunakan statistika atau model antisipasi ekonomika, atas return normal. CAR dihitung untuk 250 hari perdagangan di tahun 1982. Prosedur ini sama seperti yang dijelaskan dalam Reinganum (1985) dan data didapat dari tape CRSP. Lag satu tahun digunakan data 250 hari perdagangan tahun 1981.

Rasio-rasio Akuntansi. Ukuran kinerja ini digunakan untuk memperlihatkan penentuan secara selektif perencanaan bonus berdasarkan akuntansi. PW menciptakan berbagai kombinasi data historis sebagai surogasi rasio. Ada 4 rasio yang dihitung selama 5 tahun dari 1978 hingga 1982. *ROA*, *ROE*, dan Profit Margin on Sales (*PROFIT*) diperoleh datanya dari Compustat; sedang *EPS* diperoleh dari IBES.

Variabel Kontrol

Pertumbuhan (*growth*). Dua ukuran pertumbuhan digunakan di dalam penelitian ini. (a) perubahan di dalam *market share* dari tahun 1981 hingga 1982 (*MRTSHARE*) yang datanya diperoleh dari Compustat dan dikendalikan untuk perubahan industri pada kode 2 digit. (b) historikal tingkat rata-rata pertumbuhan selama 5 tahun dari tahun 1978 sampai 1982 (*GROWTH78-82*), datanya didapat dari IBES.

Ukuran Organisasional (*ASSETS82*), sama dengan dibanyak penelitian, variable ini diukur dengan melakukan *natural log* pada assets perusahaan tahun 1982. Masa Kerja CEO menjabat (*TENURE*), diukur dengan me-log-kan jumlah tahun CEO selama

memegang posisi sampai dengan tahun 1983. Informasi diperoleh melalui *FORBES*.

Hasil penelitian Puffer and Weintrop (1991), secara statistika deskriptif dan korelasi, melalui berbagai pengujian dan analisis, baik ukuran kinerja maupun variabel kontrol tidak ada yang berhubungan dengan pergantian. Model pergantian CEO berisi tiga katagori kinerja korporasi yang relevan terhadap kontrak kompensasi eksekutif; (a) perbedaan antara EPS sesungguhnya dan harapan, (b) cumulative abnormal security return, dan (c) ratio akuntansi seleksian. Hasil analisis mereka dilaporkan pada Tabel 1 kolom 1. CAR secara statistika tidak signifikan berhubungan dengan pergantian CEO. Perubahan di dalam ROA juga tidak signifikan. Perubahan di dalam market share (MRKSHARE) adalah negatif dan signifikan, yang mengindikasikan bahwa pergantian CEO sepertinya terjadi ketika pertumbuhan perusahaan negatif (saat harga pasar saham jatuh (*shirking*)). Koefisien untuk ASSETS tidak signifikan. Hal ini mungkin dikarena homogenitas sampel, sejak mean semua perusahaan sangat besar (mean assets di tahun 1982 = \$5,5 milyar). TENURE berhubungan positif dan signifikan, yang mengindikasikan pergantian CEO terjadi pada masa kerja CEO yang sudah lama.

Untuk rasio akuntansi (ROE, PROFIT, dan EPS), dalam pengujian pada masing-masing rasio diperoleh nilai yang secara statistika tidak signifikan.

Tabel 3.1.

Hasil Statistika Analisis Penelitian Puffer and Weintrop (1991)

Independent variables	Equations							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Intercept	-7.31** (2.07)	-7.04** (2.05)	-7.13** (2.05)	-7.03** (2.23)	-8.51** (2.22)	-7.68** (2.16)	-7.88** (2.16)	-7.95** (2.34)
UNEXPECTED82	-	-	-	-	-.62** (.28)	-.44* (.26)	-.47* (.25)	-.45* (.27)
UNEXPIND82	-	-	-	-	-.20 (.26)	-.22 (.26)	-.24 (.25)	-.19 (.43)
CAR82	-.34 (.67)	-.31 (.66)	-.30 (.66)	-.49 (.69)	-.44 (.67)	-.37 (.66)	-.35 (.66)	-.58 (.69)
ROA82	.31 (.45)	-	-	-	.68 (.48)	-	-	-
ROE82	-	.00 (.03)	-	-	-	.00 (.40)	-	-
PROFIT82	-	-	.03 (.05)	-	-	-	.04 (.05)	-
EPS82	-	-	-	.10 (.08)	-	-	-	.09 (.08)
MKTSHARE	-3.89* (2.16)	-3.37* (1.98)	-3.51* (2.00)	-3.50* (2.08)	-3.89* (2.13)	-2.89* (1.96)	-3.08* (1.96)	-2.03* (2.03)
ASSETS82	.22 (.22)	.19 (.22)	.20 (.22)	.14 (.23)	.31 (.23)	.24 (.22)	.26 (.22)	.21 (.24)
TENURE	1.32** (.37)	1.32** (.37)	1.29** (.37)	1.40** (.41)	1.39** (.38)	1.34** (.38)	1.34** (.38)	1.43** (.41)
Chi square	152.16	152.63	152.35	137.84	146.71	149.72	149.05	134.35
D.f.	5	5	5	5	7	7	7	7

* $p < .10$; ** $p < .05$.
 * Standard errors are in parentheses.

Sumber: Puffer and Weintrop (1991; hal. 12)

Langkah selanjutnya adalah studi terhadap ukuran kinerja berdasarkan harapan. Untuk variabel UNEXPECTED82 diperoleh nilai negatif dan signifikan dan UNEXPIND82 diperoleh nilai yang tidak signifikan; CAR, ROA dan ASSETS tidak signifikan dan pada pengujian selanjutnya juga ROE, PROFIT, EPS dan ROA ditemukan tidak signifikan. Hasil ini mendukung hipotesis bahwa ukuran yang didasarkan pada kinerja berbeda dari harapan yang merupakan prediktor terbaik bagi pergantian CEO dibandingkan dengan ukuran secara mekanis.

Kelompok analisis selanjutnya adalah “ketepatan waktu” terhadap data kinerja untuk pertimbangan pergantian CEO. CAR tidak signifikan, sementara ROA positif dan signifikan. Variabel harga sekuritas dan variabel akuntansi sebagai ukuran kinerja yang *dilag-*kan satu tahun, tidak ada satupun yang signifikan. Untuk kinerja UNEXPECTED82, MRTSHARE, dan TENURE yang *dilag-*kan satu tahun, tidak satupun ditemukan signifikan.

Kelompok pengujian terakhir yang dilakukan untuk analisis rentang waktu (*time horizon*) adalah rasio-rasio akuntansi yang diukur nilai rata-rata selama 5 tahun sebelum pergantian. Hasil pengujian ini konsisten dengan pengujian sebelumnya. Untuk semua kasus, 5 tahun rasio akuntansi tidak signifikan (kecuali ROA). Dan untuk pola dari hasil pengujian memperlihatkan bahwa ukuran harapan (UNEXPECTED82) ditemukan secara statistika signifikan pada semua persamaan.

3.5. KOMPETISI INDUSTRI (STUDI DEFOND AND PARK 1999)

Kompetisi industry dijelaskan dengan sangat detil pada studi yang dilakukan oleh DeFond and Park- DP (1999). Pada paper mereka dibahas tentang *Relative Performance Evaluation* (RPE). Menurut DP, RPE sepertinya dapat dipergunakan untuk meningkatkan kemampuan dewan komisaris untuk mengidentifikasi ketidakcocokan CEO, dan kompetisi yang seperti dapat menambah kemanfaatan RPE. Hipotesis yang diajukan DP adalah “frekuensi pergantian CEO semakin besar di pada kompetisi industri yang semakin tinggi dibandingkan dengan kompetisi industri yang rendah”. DP menemukan bahwa RPE yang didasarkan pada pengukuran akuntansi lebih dekat hubungannya dengan pergantian CEO pada kompetisi industri yang tinggi dibanding dengan yang kompetisinya rendah. Temuan mereka menyarankan bahwa kurangnya dukungan terhadap RPE pada studi sebelumnya karena tidak mempertimbangkan efek kompetisi.

DP juga menjelaskan bahwa meskipun terdapat dukung yang kuat secara teoritis (lihat Diamont and Verrechia 1982; Holmstrom 1979, 1982), temuan riset empiris hanya memberikan bukti yang lemah tentang RPE (Antle and Smith, 1986; Gibbons and Murphy, 1990; Janakiraman et al., 1992). Sebagai contoh RPE merupakan penilaian kinerja CEO relatif terhadap grup-nya. RPE berguna ketika kinerja peer grup memberikan informasi tentang kinerja CEO dan hal ini tidak diketahui oleh CEO yang bersangkutan. Paper DP menguji hipotesis bahwa PRE berguna di dalam keputusan pemecatan CEO dan bahwa PRE lebih berguna untuk perusahaan di dalam industri yang lebih berkompetisi.

RPE lebih berguna di dalam lingkungan industri yang berkompetisi karena CEO dipandang seperti subjek yang tidak pasti, sehingga perlu penilaian grup setara, dan tindakan CEO akan berpengaruh terhadap output CEO lain (Holmstrom 1982). Hipotesis DP mirip dengan hipotesis Kim (1996). Kim menginvestigasi hubungan antara RPE dan kompensasi CEO, sedangkan studi DP menguji peran RPE di dalam pergantian CEO. Jika lingkungan yang kompetitif lebih kondusif menggunakan RPE, maka DP berharap dewan komisaris menggunakan RPE dengan tujuan untuk mempermudah mengidentifikasi dan pengganti CEO yang kinerjanya buruk di dalam industri yang kompetisinya tinggi.

Hipotesis DP diuji dengan menggunakan sampel 301 perusahaan yang mengubah CEO selama tahun 1988 hingga 1992 dan sampel kontrol 621 perusahaan, dengan observasi 2.429 perusahaan tahun yang diidentifikasi dari database PR News Wire and Business Wire dalam Lexis/Nexis. Tingkat kompetisi industri digunakan ukuran dari *Herfindahl-Hirschman Index (HHI)* yang akan menurun di dalam kompetisi industri yang semakin meningkat.

Konsisten dengan hipotesis bahwa probabilitas pergantian CEO meningkat dengan semakin tingginya tingkat kompetisi. DP

menemukan bahwa pergantian CEO berhubungan negatif dengan HHI. Temuan ini secara tidak langsung menyarankan bahwa dewan komisaris di dalam industri yang kompetisinya tinggi menggunakan RPE untuk mengidentifikasi dan mengganti CEO yang kinerjanya buruk. Dasar pengukuran RPE secara signifikan berhubungan dengan pergantian CEO di dalam industri yang kompetisinya tinggi, tetapi tidak di dalam industri yang kompetisinya rendah. Sebaliknya, pengukuran kinerja "*firm-specific*" berhubungan signifikan dengan pergantian CEO pada industri yang kompetisinya rendah dan tidak pada industri yang kompetisinya tinggi.

3.5.1. Kajian Literatur dalam Kompetisi Industri Yang digunakan DeFond and Park (1999)

RPE dan Kompensasi CEO. RPE diharapkan memberikan informasi tentang tindakan agen yang tidak dapat terbaca dengan sendirinya melalui output dari agen yang bersangkutan (Holmstrom 1982). Meskipun RPE menjadi pertimbangan teoritis, hanya ada bukti yang sedikit yang menjelaskan bahwa RPE digunakan di dalam kontrak kompensasi eksekutif. Antle and Smith (1986) mencari bukti RPE di dalam kontrak kompensasi dari 39 perusahaan selama periode 1947 hingga 1977 dan menemukan bahwa RPE digunakan hanya di 16 perusahaan. Keterbatasan penelitian mereka adalah mereka menguji perusahaan dalam jumlah kecil dari 3 industri. Gibbon and Murphy (1990) menguji apakah RPE digunakan di dalam kompensasi eksekutif dengan menguji sampel dalam jumlah besar yaitu 1.049 perusahaan selama periode 1974 hingga 1986. Mereka menemukan beberapa dukungan untuk penggunaan return saham *market-adjusted* di dalam RPE, bukti yang mereka peroleh ini menilai bahwa kinerja akuntansi berlawanan dengan penggunaan RPE. Janakiranan et al.

(1992) menganalisis 69 perusahaan tahun 1970 hingga 1988, dan menemukan bukti yang lemah bahwa kinerja saham digunakan di dalam RPE dan tidak ada bukti bahwa kinerja akuntansi digunakan di dalam pengukuran RPE. Hasil penelitian di atas hanyalah beberapa alasan yang melemahkan dukungan terhadap validitas RPE. Kim (1996) menemukan dalam sifat kontekstual terhadap RPE dan dugaan bahwa kompetisi industri berpengaruh terhadap penggunaan RPE.

RPE dan Pergantian CEO. Temuan utama pada literatur adalah bahwa kinerja perusahaan yang buruk berkontribusi terhadap pergantian CEO yang tidak rutin (non-routine). Sebagai contoh, Coughlan and Schmidt (1985) dan Warner et al. (1988) menemukan bahwa pergantian CEO berhubungan negatif dengan kinerja saham dan Weisbach (1988) juga Murphy and Zimmerman (1993) menemukan bahwa pergantian CEO berhubungan negatif dengan perubahan earnings. Bagaimanapun, temuan riset ini memperlihatkan bahwa kinerja perusahaan yang buruk memiliki keterkaitan dengan pemberhentian CEO, namun tidak ditemukan bahwa RPE digunakan di dalam keputusan pemberhentian ini.

Karena RPE menyediakan ukuran yang lebih tepat untuk kinerja CEO, masuk akal jika menduga bahwa dewan komisaris menggunakan RPE di dalam mengidentifikasi ketidakcocokan dengan CEO. Bagaimanapun RPE hanya bermanfaat jika grup setara menghadapi faktor ekonomi umum dan ketika terdapat tindakan CEO yang tidak dapat dipengaruhi oleh output CEO lainnya (Holsmtron 1982). Pendeknya adalah RPE akan meningkatkan kemampuan dewan komisaris untuk mendeteksi kinerja CEO yang

memburuk dan sejak RPE sepertinya digunakan di dalam industri yang berkompetisi.

Dampak Kompetisi pada Penggunaan Ukuran Akuntansi. Holmstrom (1979) menyarankan kinerja berganda terlihat aka digunakan di dalam kontrak kompetisi sejauh pengukuran itu tidak berlebih-lebihan, meskipun ukuran-ukuran itu mengandung “noise”. Banker and Data (1989) melanjutkan studi Holmstrom (1982) dan menunjukkan “noise” penggunaan ukuran untuk pemberhentian sebagai varians dari peningkatan “noise”. Selanjutnya, Feltam and Xic (1994) menyimpulkan bahwa “noise” di dalam pengukuran kinerja yang relatif “noisiness” di dalam pengukuran akuntansi mempengaruhi kepentingannya dalam menilai kinerja CEO. Karena RPE cukup pantas untuk industri yang kompetisinya tinggi, RPE yang didasarkan pada ukuran akuntansi seharusnya dapat dikurangi “noise”nya di dalam setting pengujian.

3.5.2. Hasil

Data. DP mengidentifikasi sampel perubahan CEO dengan menggunakan data dari PR News Wire and Business ire dalam Lexis/Nexis tahun 1988-1992. Perusahaan publik disyaratkan mengungkapkan informasi sehingga diharapkan mempengaruhi harga saham dan beberapa layanan kabel yang menyediakan mekanisme untuk pengungkapan tertentu. Masing-masing perusahaan yang melakukan pergantian harus memiliki data yang tersedia di dalam CRSP, I/B/E/S dan databases Compustat. Sampel akan dikeluarkan jika perusahaan tersebut mengubah akhir tahun fiskal di tahun sebelum terjadinya perubahan CEO atau mereka melakukan perubahan CEO sehubungan dengan kegiatan kombinasi bisnis.

Grup kontrol berisi perusahaan yang tidak memiliki perubahan CEO sepanjang periode 1988 hingga 1992 dan harus memenuhi data yang diperlukan seperti perusahaan yang melakukan pergantian. Data akhir studi ini adalah 301 perusahaan yang melakukan pergantian CEO dan sampel kontrol sebanyak 621, dengan observasi sebanyak 2.429 perusahaan tahun.

Selanjutnya, pengujian utama penelitian ini adalah semua perusahaan pergantian, tanpa mempertimbangkan alasan pelaporan alasan pergantian. Karena memasukkan pergantian CEO yang rutin akan menurunkan kekuatan pengujian, DP memasukkan umur CEO sebagai proksi pensiun di dalam analisis multivariat-nya. Prosedur ini konsisten dengan Murphy and Zimmerman (1993) dan Weisbach (1988), yang menemukan bahwa usia berhubungan dengan pergantian CEO.

Analisis hubungan antara pergantian CEO dan kompetisi. DP melakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis LOGIT yang meregresikan suatu dummy untuk pergantian CEO dengan ukuran kompetisi, dua ukuran kinerja akuntansi, dan beberapa variabel kontrol. Perusahaan dengan pergantian CEO dikodekan 1 sedang kontronya dikodekan 0. Konsisten dengan hipotesis bahwa frekuensi pergantian CEO berhubungan positif dengan tingkat kompetisi perusahaan, semua model melaporkan bahwa koefisien pada pengukuran HHI negatif dan signifikan ($p < .01$). Koefisien negatif ini mengindikasikan bahwa pergantian CEO berhubungan dengan tingkat konsentrasi industri yang rendah, dan, selanjutnya, semakin tinggi tingkat kompetisi. Atau dengan semakin tingginya tingkat persaingan, pergantian CEO akan semakin rendah.

Analisis hubungan antara pengukuran akuntansi dan kompetisi. Hipotesis kedua DP memprediksi bahwa pergantian CEO lebih dekat hubungannya dengan RPE yang didasarkan pada (firm-specific) pengukuran akuntansi di dalam industri yang tinggi (rendah) kompetisinya dibandingkan dengan yang rendah (tinggi). DP menguji hipotesis dengan dengan model LOGIT dengan pergantian CEO sebagai variabel dependen dan variabel independennya adalah variabel yang memasukkan cross-product untuk masing-masing pengukuran kinerja akuntansi mereka.

Industri diklasifikasikan sebagai kompetisi yang tinggi (rendah) jika akar kuadrat (square root) dari HHI jatuh di bawah (di atas) mean dari median HHI untuk pergantian CEO dan sampel kontrol. Industri diklasifikasi mixed (gabungan) ketika akar kuadratnya jatuh ke dalam kategori kompetisi yang tinggi pada beberapa tahun dan jatuh ke dalam kategori kompetisi yang rendah di tahun lainnya. 49% sampel masuk kedalam industri yang kompetisinya tinggi, 41% sampel masuk ke dalam yang kompetisinya rendah, dan 10% masuk kategori gabungan. Hasil yang peroleh dari pengujian model LOGIT memperlihatkan bahwa koefisien pada industri yang berada dalam kompetisi yang tinggi relatif terhadap earningsnya berhubungan negatif signifikan ($p = 0,01$), sementara koefisien pada kompetisi yang tinggi pada kesalahan peramalan earnings analisis berhubungan positif dan signifikan ($p = 0,01$). Temuan ini mendukung hipotesis 2 yang mengindikasikan bahwa RPE dengan dasar pengukuran (firm-specific) berhubungan lebih besar dan signifikan dengan pergantian CEO di dalam industri yang kompetisinya tinggi (rendah) dibandingkan dengan di dalam industri yang kompetisinya rendah (tinggi).

Penggantian CEO. Tingginya persaingan usaha pada industri-industri yang sejenis memberikan peluang yang cukup besar juga terhadap munculnya pergantian CEO dibandingkan dengan rendahnya persaingan usaha. Independensi dalam penggunaan RPE, akan meningkatkan munculnya pergantian CEO pada tingginya persaingan industri. Sejumlah 211 perusahaan dengan ketersediaan data yang cukup digunakan untuk mengidentifikasi di dalam industri sejenis yang memang melakukan pergantian CEO, dengan porsi dalam industri sejenis 94% dalam industri yang kompetisinya tinggi dan 91% dalam industri yang kompetisinya rendah. Uji Chi-square memperlihatkan perbedaan yang tidak signifikan ($p = 0,41$). Perbedaan di dalam pergantian industri antar dua grup ini terlalu kecil untuk menjelaskan hasil DP.

Pengukuran HHI. DP menghitung rata-rata industri HHI selama 5 tahun periode sebelum tahun pergantian CEO. Metoda ini menghasilkan 32 perusahaan yang dikategori ke dalam industri yang persaingannya mixed dan dikeluarkan dari analisis. Hasil mereka kuat dengan cek sensitivitas. Khususnya, semua koefisien pengujian signifikan pada level 5% atau kurang dari 5%. Hasil DP memperlihatkan bahwa penggunaan HHI kuat untuk digunakan sebagai alternatif pengukuran.

Non-performance berhubungan dengan pergantian CEO

DP mengeluarkan sampel yang berasal dari chairman, president, vice president, executive vice-president, atau boards' executive committee. Setelah dianalisis ulang, hasil analisis statistika studi DP memperlihatkan kekuatan dengan mengeluarkan sampel tersebut.

Kontrol untuk observasi yang berpengaruh secara potensial

DP melakukan 2 prosedur yang menguji kepekaan hasil mereka terhadap obeservasi yang berpengaruh. Pertama, menerapkan estimasi prosedur Welsch's, yang dijelaskan oleh Kmenta and Ramsey (1980, p.153) dan kedua menggunakan randomisasi pengujian mengikuti Norcen (1989). Hasilnya prosedur ini kuat, mengindikasikan bahwa temuan mereka tidak hanya pada observasi yang berpengaruh.

Variabel kontrol

DP memasukkan volatilitas return saham sebagai variabel kontrol, suatu alternatif pengukuran volatilitas earnings. Ukuran volatilitas earnings akuntansi menggunakan semua earnings tahunan yang diskala berdasarkan assets dari tahun 1975 hingga tahun fiskal sebelum tahun kejadian pergantian. Koefisien interaksi pada kompetisi yang tinggi dengan relatif earnings industri dan dengan kesalahan peramalan earnings menjadi lebih lemah ($p = 0,14$ dan $p = 0,09$) dan koefisien pada kesalahan peramalan earnings menjadi tidak signifikan ($p = 0,29$). Sejak tidak ada koefisien volatilitas earnings yang signifikan, hasil yang lebih lemah sepertinya dihasilkan dari pengurangan ukuran sampel. Regresi diulang dengan menggunakan natural log terhadap assets sebagai variabel kontrol, assets menjadi proksi ukuran. Ukuran mungkin menjadi penting jika perusahaan yang lebih besar memiliki kemampuan yang lebih besar untuk menggambarkan internal pasar untuk mengganti CEO. Hasil DP menjadi kuat setelah memasukkan variabel ukuran.

Sumber data umur CEO

Data umur untuk perusahaan yang terjadi pergantian diambil dari newswire jika informasi itu diungkapkan, dan kalau tidak diambil dari database pengungkapan Compact. Ada delapan perusahaan dikeluarkan dari analisis karena tidak memiliki data usia di dalam pengungkapan Compact (8 perusahaan). Hasil analisis kuat setelah mengeluarkan beberapa sampel observasi ini.

Ringkasan Studi DP. Konsisten dengan hipotesisnya, DP menemukan bahwa frekuensi pergantian CEO lebih tinggi terjadi di industri yang kompetisinya tinggi. Hasil ini konsisten dengan RPE yang relatif lebih bermanfaat penggunaannya di dalam industri yang persaingannya tinggi. Namun DP mencatat bahwa hubungannya hanya secara tidak langsung pada pemanfaatan RPE.

Studi ini berkontribusi pada literatur penilaian kinerja CEO di dalam beberapa cara. Temuan bahwa RPE digunakan di dalam keputusan pemberhentian CEO di dalam industri yang kompetisinya tinggi menambah temuan Kim's (1996) yang menemukan bahwa kompensasi eksekutif yang didasarkan pada RPE di dalam industri yang kompetisinya tinggi dan menyarankan bahwa hasil mixed pada penelitian RPE sebelumnya mungkin sehubungan dengan faktor-faktor kelalaian yang berhubungan dengan kompetisi. Temuan ini juga memperkuat bahwa matrik akuntansi spesifik berhubungan dengan pergantian CEO.

3.6. SIMPULAN

Secara menyeluruh, kinerja pasar perusahaan dapat disimpulkan mampu menjadi penjelas terhadap kasus pergantian CEO di dunia. Reaksi yang terjadi atas pasar, termasuk juga persaingan industri yang terjadi, ternyata secara statistika signifikan terhadap keputusan memecat atau mempertahankan posisi CEO

di dalam perusahaan. Umumnya kita mendapatkan return saham yang semakin menurun menjelang periode pergantian. Kondisi menurunnya return saham yang terus-menerus ini tentu saja menghadirkan kegelisahan bagi pemilik perusahaan. Menurunnya return saham berarti menurunnya kesejahteraan pemegang saham dan kondisi ini tidak akan memihak dengan keberadaan CEO yang dianggap merupakan penyebab hilangnya (menurunnya) kesejahteraan pemilik perusahaan.

Selain return saham yang semakin menurun, risiko pasar perusahaan yang meningkat mencerminkan ketidakamanan nilai investasi di perusahaan tersebut. Investor yang merasa tidak nyaman berinvestasi di perusahaan yang risikonya tinggi akan menarik dana investasinya dan memindahkannya ke perusahaan lain atau produk investasi lain yang dianggap lebih aman. Semakin tinggi resiko perusahaan berarti semakin banyak penjualan saham perusahaan tersebut yang dilakukan oleh investor, dan atau semakin tidak diminatinya saham perusahaan tersebut. Selanjutnya nilai perusahaan akan menurun dan keputusan memecat CEO akan semakin besar.

4 MERGER DAN AKUISISI

4.1. PENDAHULUAN

Hanya sedikit studi yang dilakukan tentang dampak merger atau akuisisi terhadap tim manajemen perusahaan. Penelitian Walsh (1988) melakukan studi tentang status manajer puncak perusahaan target (perusahaan yang akan diakuisisi atau merger) untuk lima tahun dari tanggal akuisisi. Hasil studi ini mengindikasikan bahwa tingkat pergantian pada tim manajemen puncak secara signifikan lebih tinggi dibanding dengan perusahaan normal, dan hal ini masuk akal, sepertinya akan terjadi pergantian terhadap eksekutif yang paling senior lebih cepat dibanding dengan yang berstatus dibawahnya. Variasi pada pergantian manajemen puncak tergantung juga pada tipe akuisisi.

The Federal Trade Commission (FTC)- dalam Walsh (1988) telah menetapkan 5 sistem katagori untuk mengklasifikasikan merger dan akuisisi. Sistem ini didasarkan pada hubungan ekonomis antara perusahaan induk dengan perusahaan target. Kelima katagori itu bersifat *mutually exclusive*:

a. *Horizontal*, terjadi ketika perusahaan memiliki kesamaan atas

satu atau beberapa jenis produk, atau relatif berhubungan, tempat yang sama geografi (posisi atau tempat) pasar produknya.

- b. *Vertical*. Suatu akuisisi yang ketika terdapat dua perusahaan memiliki hubungan yang potensial terhadap penjual dan pembelinya sebelum merger dilakukan.
- c. *Product extension*. Suatu akuisisi yang mempertimbangkan pengembangan tipe produk, dan ketika perusahaan melakukan akuisisi maka secara fungsional telah terdapat hubungan pada produk atau distribusi tetapi tidak akan terjadi kompetisi di dalam penjualan produk antar keduanya.
- d. *Market extension*, merupakan bentuk akuisisi yang mempertimbangkan pengembangan tipe pasar, dan ketika terjadi akuisisi maka umumnya adalah perusahaan manufaktur yang memiliki kesamaan produk tetapi dijual pada pasar yang berbeda posisi geografinya.
- e. *Unrelated*. Akuisisi untuk katagori yang terakhir ini adalah konsolidasai dari dua perusahaan yang tidak terkait baik produk, pembeli, dan pasarnya. Misalnya, perusahaan pelayaran membeli perusahaan *ice cream*.

Katagori 1 sampai 4 adalah yang termasuk dalam katagori akuisisi relevan dengan katagori kelima, seperti yang tertulis, adalah akuisisi yang tidak-relevan. Drucker's (1981) memprediksi akan semakin meluas pergantian manajemen puncak yang terkait dengan akuisi yang relevan dibanding dengan yang tidak-relevan.

Walsh menjelaskan pula, bahwa Di antara tahun 1965 dan 1985 terdapat 62,246 transaksi merger dan akuisisi yang melibatkan paling tidak \$500,000 (Ellwood, 1987). Fokus penelitian umumnya adalah menguji return keuangan dari perspektif akuntansi (Mueller, 1977) dan dari perspektif keuangan (Halpern, 1983; Jensen and Ruback, 1983). Sangat sedikit bukti yang secara sistematis yang akan menjelaskan bagaimana merger atau akuisisi berdampak terhadap manajemen perusahaan target.

4.2. STUDI ATAS AKUISISI

Studi yang dilakukan oleh Drucker's (1981) secara luas mencatatkan lima aturan untuk suatu akuisisi yang berhasil, yaitu bahwa perusahaan pengakuisisi harus mampu menyediakan manajemen puncak untuk perusahaan target dalam waktu 1 tahun. Drucker's (1981) tidak mengatakan secara eksplisit bahwa perusahaan induk yang mengakuisisi akan memberhentikan manajer perusahaan target, dia hanya memberi peringatan kepada perusahaan pengakuisisi bahwa akan terjadi pergantian yang sangat tinggi disejumlah tim manajemen perusahaan target. Namun, Parsons and Baumgartner (1970) dan Pitts (1976) – dalam Drucker's (1981), menunjukkan bahwa perusahaan induk sering berhasil mengintegrasikan tim manajemen yang memiliki keahlian.

Drucker's memprediksi bahwa tingginya pergantian manajemen puncak mungkin tidak dapat dirintangi oleh prediksi dari Parsons and Baumgartner (1970) dan Pitts (1976) yang justru mengisyaratkan bahwa pergantian akan terjadi lebih rendah. Banyaknya jumlah pergantian manajemen puncak mungkin tergantung pada tipe merger dan akuisisi. Oleh sebab itu sangat penting mempertimbangkan perbedaan jenis akuisisi. Drucker's memberikan contoh pada studi Chatterjee (1986), yang telah mendokumentasikan bahwa terdapat tiga jenis sinergi yang diharapkan dari akuisisi: *collusive*, *operational* dan *financial*; Lubatkin (1983) juga mencatatkan tiga jenis sinergi yang diharapkan, yaitu *technical*, *pecuniary* dan *diversification*; sementara studi sebelumnya yang dilakukan Rumelt (1974) mencatat ada dua: *financial* dan *operating*. Tentu saja turunan atas klasifikasi jenis sinergi oleh masing-masing penulis memiliki motivasi yang berbeda. Namun begitu, penjelasan yang diberikan memang mampu menambah pemahaman atas alasan keputusan perusahaan melakukan akuisisi/merger.

Hasil *T-tests* yang menguji hipotesis bahwa tingkat pergantian manajemen puncak akan lebih tinggi pada perusahaan yang mengalami merger dibanding dengan perusahaan yang tidak. Tabel 1 dibawah ini mengindikasikan bahwa hipotesis didukung pada setiap tahun amatan. Presentase tim manajemen puncak yang mengalami pergantian secara signifikan lebih tinggi dibanding dengan tingkat pergantian pada perusahaan yang tidak mengalami merger, yang diujikan pada setiap akhir tahun selama 5 tahun amatan (pada level 0.001). tingkat pergantian pada perusahaan target meningkat dari 25% pada tahun pertama setelah merger menjadi 59% (secara keseluruhan) pada tahun ke lima setelah merger.

Tabel 4.1.

T-tests: Tingkat Pergantian Tim Manajemen Puncak Top pada Perusahaan Merger dan non-Merger

Variable	Number of cases	Mean	Standard deviation	<i>T</i> value	2-tail probability
One-year turnover rate merged companies	50	0.25	0.28	4.35	0.000
non-merged companies	30	0.02	0.06		
Two-year turnover rate merged companies	50	0.37	0.29	4.33	0.000
non-merged companies	30	0.13	0.14		
Three-year turnover rate merged companies	50	0.46	0.29	4.29	0.000
non-merged companies	30	0.21	0.16		
Four-year turnover rate merged companies	50	0.52	0.28	3.48	0.001
non-merged companies	30	0.31	0.24		
Five-year turnover rate merged companies	50	0.59	0.25	4.61	0.000
non-merged companies	30	0.33	0.24		

Sumber: Walsh (1988)

Hasil dari studi Walsh (1988) ini menyediakan bukti pertama yang secara sistematis menggunakan status eksekutif senior dalam kaitan antara pergantian mengikuti merger atau akuisisi. Hipotesis penelitian ini didukung dengan data, tingkat pergantian manajemen puncak mengikuti merger atau akuisisi secara signifikan lebih tinggi dibanding dengan pergantian manajemen puncak pada perusahaan “normal”. Secara umum temuan Walsh ini konsisten dengan temuan studi sebelumnya yang dilakukan Hayes (1979). Sebanyak 58 sampel manajer melakukan pergantian selama 5 tahun setelah merger dilakukan. Hasil ini mengindikasikan bahwa 59% pada masing-masing tim manajemen puncak keluar dari perusahaan dalam periode 5 tahun setelah merger.

4.2.1. Kasus dari Indonesia

Kinerja organisasi dipandang sebagai tolok ukur keberhasilan manajer puncak dalam suatu organisasi. Kinerja organisasi juga sering digunakan sebagai ukuran konsekuensi penentu *reward* dan *punishment* institusional. Penelitian sebelumnya yang mengidentifikasi faktor kinerja organisasi umumnya dikaitkan dengan keinginan CEO untuk keluar (*voluntary* ataupun *mandatory*), namun ada juga yang langsung dikaitkan dengan pergantian yang riil terjadi di dalam organisasi. Sebagian dari penelitian itu memandang buruknya kinerja organisasi sebagai faktor penyebab pergantian CEO dan sebagian lagi memandang kinerja organisasi sebagai faktor yang dipengaruhi pergantian CEO.

Isu pergantian CEO masih sangat sedikit dilakukan di Indonesia sementara. Sehingga penelitian ini menjadi salah satu tantangan menarik bagi para peneliti. Studi Lindrianasari dan Nurdiono – LN (2010), mencoba memberikan kontribusi empiris terhadap isu pergantian

CEO yang terjadi di Indonesia, dan menguji apakah kinerja organisasi yang buruk menyebabkan pergantian CEO di Indonesia?

Studi terdahulu yang digunakan peneliti untuk mengurai argumentasi yang memprediksi adanya hubungan yang negatif antara pergantian CEO dengan kinerja organisasional di antaranya adalah Gamson and Scotch (1964); Salancik and Pfeffer (1980); Salancik and Meindl (1984); dan Tushman and Romanelli (1985). Hasil studi di bidang kajian ini menemukan hasil yang tidak konsisten. Lihat saja, perubahan return on equity (ROE) memiliki hasil yang signifikan di dalam studi yang dilakukan Allen and Panian (1982) dan Lubatkin and Chung (1985), tetapi temuan ini berbeda (tidak signifikan) pada hasil studi yang dilakukan Robinson and Brief (1985) serta Harrison, Torres and Kukalis (1988). Hasil yang bervariasi tersebut dijelaskan oleh Puffer and Weintrop (1991) di dalam studinya dengan memberikan argumentasi bahwa ketidakkonsistenan pada temuan ini mungkin dikarenakan lemahnya indikator kinerja yang digunakan oleh peneliti dalam menilai keputusan pergantian CEO.

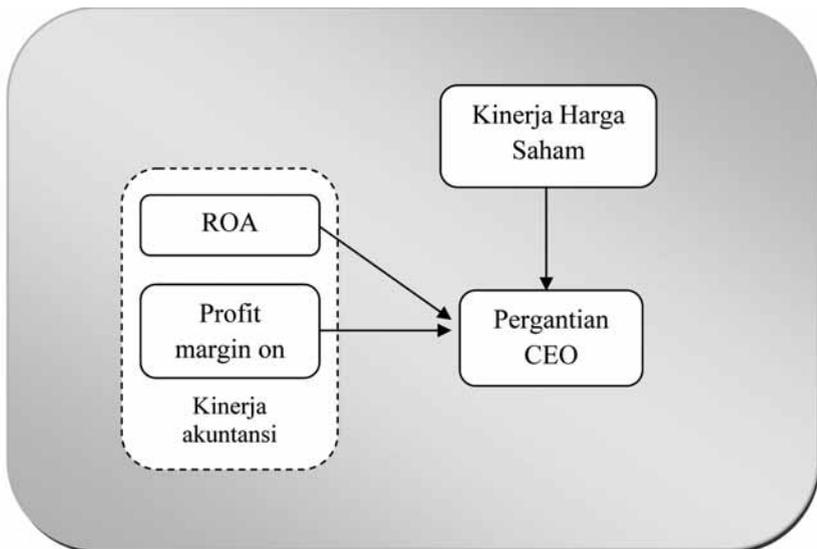
Data penelitian yang digunakan LN bersifat *cross sectional* dan diujikan dengan menggunakan model logit, suatu model yang bertujuan untuk me-linierkan model probit. Alat statistika yang digunakan di dalam penelitian ini sama seperti yang dilakukan Cramer (2007), Hoetker (2007) dan Zhou, Xiong and Garguli (2009) yang menggunakan model binary ketika variabel dependennya disimbolkan (1, 0).

Model ekonometri penelitian LN untuk menguji hipotesis penelitiannya dapat digambarkan sebagai berikut:

$$\mathbf{TURNOVER (1,0)} = \alpha_0 + \alpha_1 \mathbf{KjSHM}_{it} + \alpha_2 \mathbf{ROA}_{it} + \alpha_3 \mathbf{ProMAR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana: *TURNOVER (1,0)*: indikator dengan nilai 0 menandakan terjadi turnover dan 1 tidak turnover. ***KjSHM*:** kinerja harga saham, yang diperoleh dengan mengurangi harga saham t dengan harga saham t-1 dan dibagi dengan harga saham t-1 (sama dengan nilai return saham). ***ROA*:** Return on Assets, yang dihitung earnings after tax dibagi dengan total asset. ***ProMAR*:** profit margin yang nilainya diperoleh dari net profit margin dibagi dengan total sales.

Gambar 4.1. Model CEO Turnover (Studi Lindrianasari dan Nurdiono, 2010)



Sumber: Lindrianasari dan Nurdiono (2010)

Pada umumnya, pada penelitian yang modelnya menggunakan variabel endogenus yang dikodekan dengan 1 dan 0, R^2 yang diperoleh dari model LOGIT tidak dapat diinterpretasi. Selanjutnya, karena model LOGIT adalah salah satu bentuk pengujian non-linear, maka pengujian lebih ditujukan untuk *sign test* bukan uji signifikansi.

Pada pengujian hubungan kinerja harga saham terhadap pergantian CEO, Tabel 4.2 hasil uji binary menunjukkan nilai koefisien yang positif (0,3384) dengan signifikansi 0,0073. Begitu pula pada pengujian untuk variable *Return on Assets* yang memperlihatkan nilai koefisien positif sebesar 1,0231 dengan signifikansinya sebesar 0,000. yang berarti bahwa ROA memiliki hubungan yang positif terhadap pergantian CEO di Indonesia. Variabel ketiga yang digunakan di dalam penelitian LN adalah *Profit margin on sales* yang memperlihatkan nilai koefisien positif 0,6586 dengan signifikansi 0,0016. Dari keseluruhan hasil uji binary untuk ketiga variabel penelitian ini dapat disimpulkan bahwa ketiga hipotesis penelitian ini secara statistika terdukung, yang artinya bahwa pada penelitian ini kinerja akuntansi berhubungan positif terhadap pergantian CEO di Indonesia. Artinya, semakin baik kinerja akuntansi, semakin dimungkinkan CEO tidak akan dipecat dari posisinya, dan sebaliknya semakin buruk kinerja akuntansi, semakin dimungkinkan CEO dipecat dari jabatannya. Perlu diingat bahwa LN menotasikan 1 untuk tanpa pergantian dan 0 terjadi pergantian.

Tabel 4.2. Hasil Uji Binary

	Koefisien	Simpangan Baku	Z-statistik	Probabilitas
X1	0.338471	0.126234	2.681305	0.0073
X2	1.013133	0.139187	7.278957	0.0000
X3	0.658657	0.208595	3.157585	0.0016
C	-8.112302	0.244672	-33.15585	0.0000

Sumber: Lindrianasari dan Nurdiono, 2010

4.3. SIMPULAN

Meskipun baru sedikit studi yang dilakukan di dalam topik dampak merger atau akuisisi terhadap pergantian CEO dan atau tim manajemen perusahaan, namun dari penelitian yang telah dilakukan menunjukkan adanya pergantian CEO di seputar kejadian merger dan akuisi. Namun begitu, model yang tepat untuk menggambarkan hubungan ketiga variable ini belum kuat, apakah benar kinerja yang buruk mengakibatkan merger dan selanjutnya terjadi pengurangan anggota tim manajemen? Penelitian Walsh (1988) yang melakukan studi tentang status manajer puncak di perusahaan target (yaitu perusahaan yang diakuisisi atau dimerger) memberikan indikasi bahwa tingkat pergantian pada tim manajemen puncak secara signifikan lebih tinggi dibanding dengan perusahaan normal, dan sekali lagi hal ini masuk akal. Yang perlu diingat adalah variasi pada pergantian manajemen puncak sangat ditentukan oleh tipe akuisisi. Dan penelitian untuk memberikan temuan yang berkualitas atas penjelasan pergantian pada perusahaan yang melakukan akuisisi atau merger akan sangat menuntut kehati-hatian dan kecermatan.

5 KONDISI ORGANISASIONAL

5.1. PENDAHULUAN

Dalam isu pergantian, kondisi organisasional ditemukan juga sebagai faktor yang berpengaruh terhadap keputusan pergantian. Para peneliti yang melakukan kajian organisasional dalam isu pergantian di antaranya adalah Jackofsky (1984) yang menemukan bahwa kinerja tugas berhubungan negatif dengan pergantian, Boeker (1992), Allen and Panian (1982), Weisbach (1988), dan Ocasio (1994) yang menemukan bahwa *Power CEO* yang merupakan pendiri perusahaan (*founder*) berhubungan negatif dengan pergantian, serta Dess & Show (2001) yang menemukan bahwa *social capital* dan *human capital* berhubungan positif terhadap pergantian. Selanjutnya, masing-masing faktor organisasional ini akan dijelaskan di dalam bab ini.

5.2. KINERJA TUGAS

Di dalam paper Jackofsky (1984) dikatakan bahwa terdapat beberapa temuan yang mengejutkan dari studi pergantian. Pertama adalah kinerja tugas (*job performance*) memiliki hubungan yang tinggi terhadap (1) keseluruhan efektifitas organisasi,

dan (2) individe dalam batasan, seperti contoh bahwa seseorang akan disewa untuk pekerjaan tertentu, menerima penghargaan, dan menjaga kualitas pekerjaan. Kedua, signifikansi dari suatu pergantian terhadap organisasi, tergantung pada tingkat kinerja pegawai yang tinggal dan yang pergi (Staw 1980). Jika organisasi ditinggalkan oleh pegawai yang buruk kinerjanya, mungkin saja dampak terhadap pergantian akan menjadikan organisasi lebih baik dari sebelumnya, dan sebaliknya. Paper ini menyajikan model konseptual yang bertujuan untuk mengintegrasikan kinerja tugas dengan sebelumnya membuat model untuk proses pergantian.

5.2.1. Penelitian yang Menjelaskan Kondisi Organisasional

Hasil penelitian sebelumnya atas hubungan antara kinerja tugas dengan pergantian masih belum konsisten. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan kinerja yang semakin rendah, sepertinya semakin besar kemungkinan terjadinya pergantian. Hubungan negatif ini ditemukan Jackofsky (1984) pada penelitian Giese & Ruter (1949), Lefkowitz, 1970, (Farris (1971), LaRocco, Pugh, & Gunderson (1977), Marsh & Manaari (1977), Seybolt, Pavett, & Walker (1978), Stumpf & Dawley (1981), dan Dreher (1982). Di sisi lain, hasil penelitian yang memperlihatkan hubungan positif ditemukan Jackofsky (1984) dalam penelitian Price (1977), (Allison, 1974) dan Bassett, (1967). Lazarsfeld and Thielens (1958) juga menemukan hubungan positif, begitu juga dengan Greenhalgh and Jick (1979).

Ketidakkonsistenan di dalam temuan studi pergantian belum terselesaikan. Bluedorn and Abelson (1980) menguji kemungkinan hubungan non-linier antara kinerja dengan pergantian sukarela. Mereka menemukan tidak ada efek. Meskipun pada saat itu, menolak hipotesis non-linier terkesan masih terlalu prematur dilakukan. Martin et al.

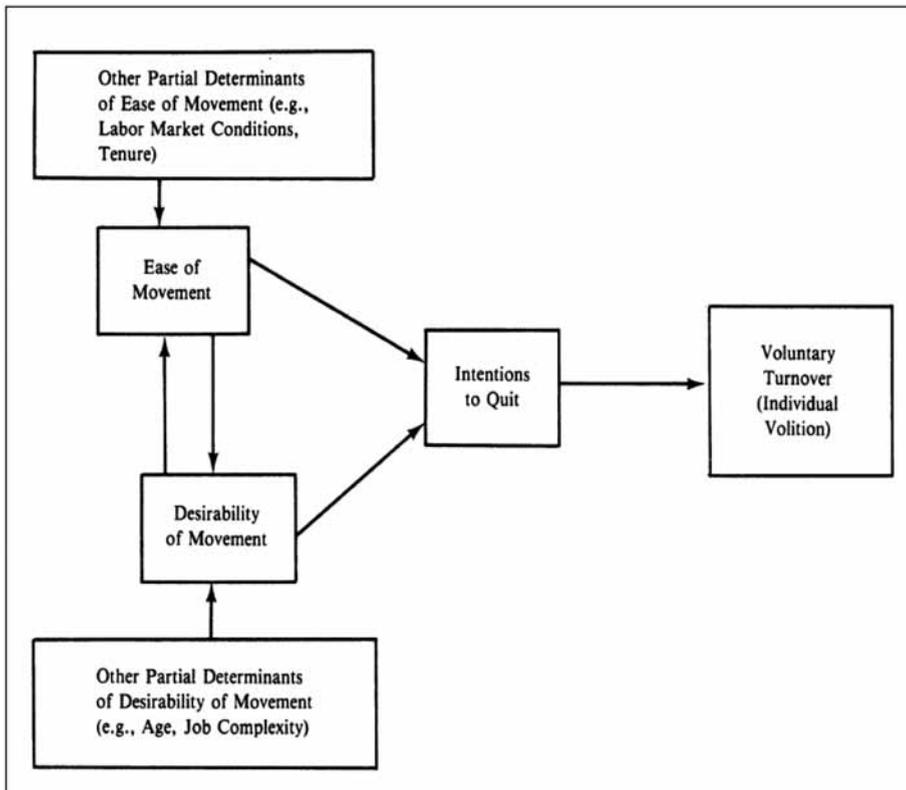
(1981), tidak lama setelah itu, setelah mereview literatur hubungan kinerja dengan pergantian, Martin menemukan bahwa studi terdahulu tidak memiliki ukuran yang mencukupi. Dia menyarankan untuk penelitian selanjutnya mempertimbangkan isu validitas pengukuran dan mengenali perbedaan “tipe” pekerja yang meninggalkan organisasi ketika menginvestigasi hubungan kinerja dengan pergantian.

5.2.2. Model Konsepsual

Beberapa model pergantian yang telah dipublikasi menyarankan adanya proses internal yang mendahului dan mempengaruhi perilaku pergantian yang sesungguhnya (Mobley, 1977; Mobley, Griffeth, Hand, & Meglino, 1979; Price, 1977; Steers & Mowday, 1981- dalam Jackofsky, 1984). Model-model ini masing-masing berbeda dalam konten namun semuanya fokus pada pemahaman terhadap beberapa variabel yang berdampak terhadap pergantian.

Model dasar di bawah ini menawarkan tiga penentu parsial dari pergantian sukarela, yaitu (1) harapan untuk perpindahan, (2) kemudahan untuk perpindahan, dan (3) tujuan untuk keluar.

Gambar 5. 1 Model Dasar Perpindahan Sukarela



Sumber: Jackofsky (1984)

Dua variabel pertama diperoleh dari penelitian March and Simon (1958). Mengikuti penelitian MS, harapan dan kemudahan perpindahan biasanya dioperasionalkan dalam kaitan dengan kepuasan kerja dan sejumlah persepsi alternatif ekstra-organisasi dan kondisi aktual pasar tenaga kerja. Harapan perpindahan didiskusikan dalam ranah kepuasan kerja sedang kemudahan perpindahan didiskusikan dalam ranah intra-organisasi. Sepertinya, kemudahan dan harapan perpindahan akan dievaluasi ketika individu sedang membuat proses pergantian.

Variabel ketiga, tujuan keluar, didasarkan pada studi Locke (1969) yang berargumen bahwa bentuk tujuan merupakan kondisi penting yang muncul segera sebelum perilaku yang sesungguhnya. Dukungan empiris menemukan bentuk tujuan sebelum keputusan keluar atau tinggal secara sukarela.

5.2.3. Kinerja tugas

Kinerja tugas dihipotesiskan Jackofsky (1984) memiliki dampak pada kemudahan dan harapan terhadap perpindahan. Selanjutnya, kinerja tugas diintegrasikan ke dalam model dasar perpindahan sukarela seperti Gambar 4.1.

Kinerja dan harapan perpindahan. Hasil temuan mengindikasikan adanya hubungan tidak langsung yang potensial antara kinerja dengan kepuasan, hubungan ini dihipotesiskan hanya pada tugas/organisasi dan kondisi personal tertentu, yang mana kinerja dan kepuasan dapat diharapkan memiliki hubungan positif. Hubungan ini tidak langsung karena ada beberapa pengaruh variabel moderating mempengaruhi hubungan tersebut.

Kinerja dan kemudahan perpindahan. Pada sisi lain model, dihipotesiskan bahwa kinerja akan secara langsung mempengaruhi persepsi individual bahwa suatu alternatif pekerjaan akan ditemukan. Kinerja seharusnya berhubungan positif dengan harapan menemukan alternatif pekerjaan apakah alternatif itu ada di dalam organisasi sekarang atau organisasi lain. Bukti yang mendukung memperlihatkan bahwa hubungan ini tidak langsung.

Kinerja buruk dan bentuk perpindahan yang tidak-sukarela (involuntary). Kinerja yang rendah sebagai suatu penyebab

perusahaan melakukan pemberhentian (pergantian non-sukarela) seperti yang telah diketahui (Wanous, Stumpf, and Bedrosian, 1979). Penelitian ini memberikan indikasi bahwa rendahnya kinerja yang sering mendorong pergantian.

Tidak hanya karena alasan rendahnya kinerja yang mendorong pergantian yang non-sukarela, aktual atau persepsi ancaman terhadap pemberhentian karena kinerja yang rendah mungkin menyebabkan individu meninggalkan organisasi dengan keinginan sendiri tanpa melakukan evaluasi atau pertimbangan atas harapan dan kemudahan perpindahan. Suatu “*mutual agreement*” yang disarankan oleh Kraut (1975) merujuk pada pergantian yang terlihat pada catatan perusahaan sebagai pergantian yang bersifat “sukarela atau keluar” untuk melindungi pekerja dari catatan penilaian negatif. Hipotesis penelitian Jackofsky (1984) atas pengaruh kinerja tugas pada pemberhentian aktual sebagaimana pada ancaman terhadap pemberhentian diperlihatkan pada Gambar 5.2.

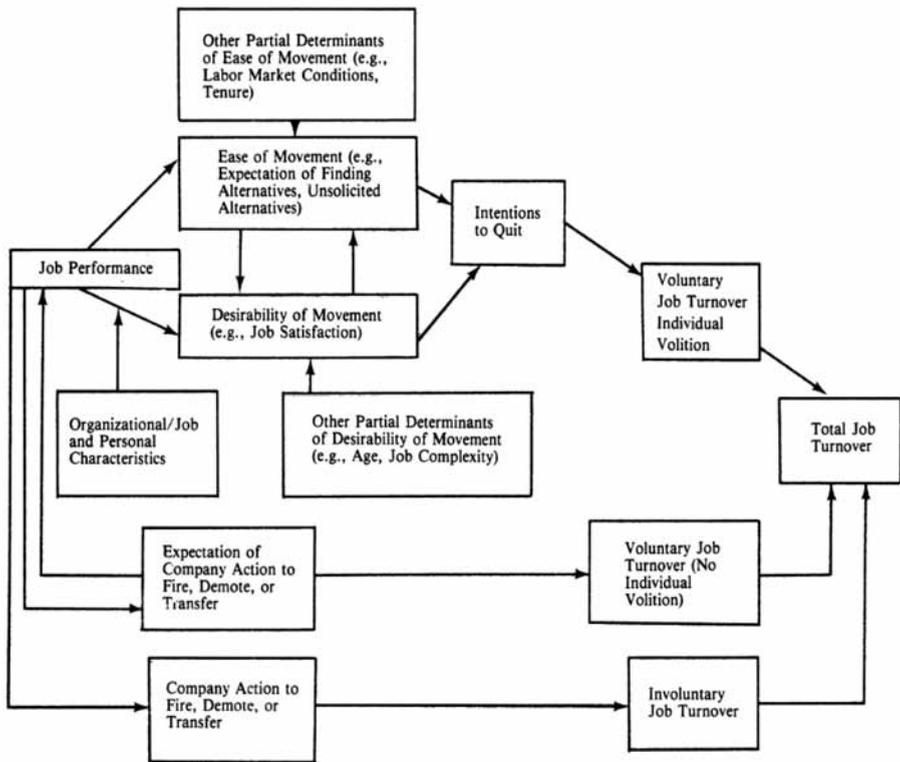
Keseluruhan Prediksi yang didasarkan pada Model Konseptual

Prediksi 1. Kinerja tugas dihipotesiskan mempengaruhi (1) pergantian sukarela (berhubungan positif, yang mana semakin tinggi kinerja, semakin besar sepertinya pergantian sukarela, dan (2) beberapa bentuk pergantian non-sukarela (berhubungan negatif).

Prediksi 2. Prediksi ini didisain meliputi gambar yang lebih luas, yang memberikan cakupan hubungan yang lebih kompleks terhadap model konseptual. Dengan memberi pemahaman antara (1) kinerja tugas, dan (2) berbagai tipe pergantian dan petunjuk awalnya, konteks

ini menghipotesiskan kepuasan kerja dan kinerja akan berinteraksi di dalam memprediksi kemungkinan pergantian.

Gambar 5.2. Integration of Job Performance in Process Model of Turnover



Sumber: Jackofsky (1984)

Tujuan utama paper ini sudah diperlihatkan pada proses model pergantian yang menekankan keterlibatan potensial terhadap kinerja tugas. Untuk mencapainya, dibuat beberapa prediksi mengingat hubungan kinerja dengan beberapa bentuk pergantian dan faktor yang mendahuluinya. Sebagai tambahannya, model juga memprediksi bahwa kinerja tugas

and sikap terhadap tugas berinteraksi dalam memprediksi pergantian. Pada level kinerja tertentu, kepuasan tugas akan lebih kuat berhubungan dengan pergantian dibanding pada level kinerja lainnya.

5.2.4. Relevansi Teoritis

Beberapa literatur yang mungkin dengan baik telah berkontribusi di dalam memberikan pemahaman terhadap alasan mengapa individu bertahan di perusahaan dan sementara yang lainnya pergi meninggalkan pekerjaannya. Literatur tersebut, dijelaskan dalam studi Jackofsky (1984), umumnya memuat sejumlah topik yang menyarankan tambahan kajian pada studi berikutnya, seperti:

- a. Proses psikologis terhadap pergantian (Mobley, 1977; Porter & Steers, 1973);
- b. Perbaikan terhadap kriteria pergantian (Muchinsky, 1978);
- c. suatu pengujian terhadap kasus “*off-quadrant*”, yang menguji masalah kepuasan pekerja yang keluar atau ketidak-puasan pekerja yang tinggal (Locke, 1976; Steers & Mowday, 1981); dan
- d. pertimbangan terhadap nilai yang berbeda di dalam hubungan dengan penarikan diri (Farris, 1971; Locke, 1976; Porter & Steers, 1973).

Tipe perilaku pergantian sukarela merupakan hasil dari interaksi yang kompleks dari faktor-faktor yang (1) dimulai oleh individu atau lingkungannya (mempengaruhi bagian luar dirinya termasuk termasuk lain yang ada di dalam organisasi dan organisasi lain), dan (2) kemudian melibatkan sumber daya lainnya yang tidak didahului dengan proses (individu atau lingkungan) di dalam keputusan akhir.

5.2.5. Studi Borokhovich, Parrino, and Trapani (1996)

Studi Studi Borokhovich, Parrino, and Trapani - BPT (1996) menguji bagaimana dorongan dari direktur sepertinya memiliki pengaruh atas CEO yang disewa, dari dalam ataukah dari luar. Pengujian ini meneruskan studi Weisbach (1988) yang menguji dorongan direktur dan pergantian CEO. Weisbach menemukan bahwa hubungan antara kinerja perusahaan dan pergantian CEO lebih kuat terjadi pada perusahaan yang didominasi oleh dewan dari luar dibandingkan dengan perusahaan yang didominasi oleh dewan dari dalam. Weisbach menginterpretasi temuannya bahwa dorongan direktur dari luar berbeda dengan direktur yang berasal dari dalam. Weisbach berargumen bahwa direktur yang berasal dari luar perusahaan seperti akan bermanfaat menggantikan CEO yang buruk karena, seperti yang dinyatakan oleh Fama and Jensen (1983), nilai *human capital* dipengaruhi oleh sinyal keputusan dewan yang memperhatikan kemampuan mereka sebagai seorang ahli di dalam mengawasi keputusan.

Direktur dari dalam, di sisi lain, sepertinya kurang mampu untuk menantang CEO yang sedang menjabat. Mereka sepertinya memilih kandidat dari dalam karena beberapa alasan: direktur dari dalam perusahaan umumnya memimpin kandidat dari dalam untuk menduduki posisi sebagai (Hermalin and Weisbach 1988); CEO yang ditunjuk dari dalam perusahaan sepertinya kurang jika dibandingkan dengan yang berasal dari luar akan mengganti secara substansial kebijakan perusahaan yang telah dibangun oleh direktur dari dalam (Helmich 1974).

Studi BPT melaporkan bukti dari 969 sampel pergantian CEO pada 588 perusahaan besar antara tahun

1970 dan 1988. Dalton and Kesner (1985) menemukan tidak ada bukti yang signifikan tentang hubungan antara representasi direktur dari luar pada dewan perusahaan dan penunjukan CEO dari luar perusahaan. Sebaliknya Park and Rozeff (1994) menemukan hubungan yang positif. Ditemukan bukti dari return saham di sekitar pengumuman pergantian yang diuji pada pada studi ini mengisyaratkan bahwa pandangan pasar pada penunjukan CEO dari luar lebih bermanfaat dibanding dengan penunjukan CEO dari dalam, khususnya ketika CEO yang menjabat dikeluarkan dengan paksaan. CEO dari luar perusahaan diterima sebagai individu yang dapat mengubah kebijakan perusahaan dalam bentuk yang akan menguntungkan pemegang dalam. Secara rata-rata, return tidak normal yang positif dan signifikan berhasil diobservasi ketika CEO yang ditempatkan adalah yang berasal dari luar mengikuti apakah pergantian dilakukan secara sukarela atau paksaan. Sementara, penunjukan CEO dari dalam memiliki hubungan yang kecil (tapi positif) pada return tidak normal, dan menjadi negatif pada saat pergantian dilakukan secara paksaan.

Tabel 5.1. Respon Harga Saham Terhadap Pengumuman
Pergantian CEO secara Sukarela dan Paksaan

Origin of the New CEO	Announcement Period Abnormal Return (-1, 0)		
	(1) Total Sample	(2) Observations in Which the Percentage of Outside Board Members is below the Sample Median	(3) Observations in Which the Percentage of Outside Board Members is above the Sample Median
Voluntary Successions:			
New CEO is Promoted from Inside the Firm	0.21% (2.07) [457]	0.27% (1.87) [235]	0.13% (1.04) [222]
New CEO is Hired from Outside the Firm	0.67% (2.48) [78]	0.94% (3.32) [38]	0.42% (0.22) [40]
Forced Successions:			
New CEO is Promoted from Inside the Firm	-0.85% (-3.08) [37]	-0.20% (-1.18) [20]	-1.63% (-3.27) [17]
New CEO is Hired from Outside the Firm	1.64% (3.37) [46]	0.69% (0.83) [14]	2.06% (3.49) [32]
Total Successions	[618]	[307]	[311]

Announcement period abnormal returns associated with a sample of 618 CEO successions at large public firms between 1970 and 1988. The abnormal returns are calculated over the two-day period including the day of and the day prior to the succession announcement. CEOs who vacate the position prior to age 60 and do not leave for other employment or for health reasons and CEOs reported by the Wall Street Journal to have been forced from their position are classified as having been forced out. CEOs who are employed outside the firm within three years of the succession are classified as hired from outside the firm. Abnormal returns are calculated using the procedure described by Dodd and Warner (1983) with the market model parameters estimated over the 200-day period ending 60 days before the succession announcement. *t*-statistics for the cumulative standardized prediction errors are reported in parentheses. The number of observations is in square brackets.

Sumber: Borokhovich, Parrino, and Trapani (1996)

Pengukuran akuntansi dan pasar pada kinerja perusahaan dimasukkan di dalam model regresi di penelitian BPT karena terdapat pertumbuhan dalam bukti bahwa pergantian dari luar secara negatif berhubungan dengan kinerja perusahaan (lihat, Cannella, Lubatkin, and Kapouch 1991, and Parrino 1996). Pengukuran kinerja perusahaan pada penelitian mereka didasarkan pada pengukuran kinerja akuntansi menggunakan ROA (sebagai rasio dari earnings tahunan sebelum bunga dan pajak (EBIT) terhadap nilai buku dari total Asset) dikurangi dengan nilai tengah rasio tersebut pada 2-digit SIC industri.

Pengukuran kinerja perusahaan yang didasarkan pada pasar menggunakan Return (RET), yang diperoleh dari total return saham selama 12 bulan periode sebelum pergantian, dikurangi rata-rata return untuk 2-digit SIC industri.

Hasil penelitian ini mengeluarkan hasil yang diperoleh dari variabel dummy (seperti regulasi industri, umur) dari regresi yang dilaporkan karena variabel utama penelitian memperlihatkan hubungan yang signifikan. Bukti adanya hubungan positif antara persentase direktur dari luar dan penunjukkan CEO dari luar konsisten dengan prediksi bahwa direktur dari luar cenderung pada penunjukkan CEO dari luar dibanding dengan direktur dari dalam. Return yang positif ditemukan untuk kedua asal CEO.

354 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* yang mendiskusikan tentang penunjukkan dari luar mengikuti pergantian yang sukarela mengindikasikan bahwa CEO yang baru ditunjuk dalam kasus ini umumnya dipandang sebagai pembawa keberuntungan bagi kepentingan pemegang saham. Selanjutnya, secara substansial reaksi harga saham untuk penunjuk dari dalam dan luar ketika CEO yang menjabat dipaksa keluar dan ditunjuk pihak luar, maka hal tersebut dipandang sebagai sesuatu yang lebih menguntungkan lagi bagi pihak pemegang saham ketika terjadi perubahan kebijakan yang penting bagi perusahaan.

Peningkatan jumlah direktur dari luar selama tahun 1970an hingga 1980an mengisyaratkan bahwa direktur dari luar memainkan peranan penting di dalam tata kelola perusahaan pada periode sebelumnya. Jika hal ini benar, selanjutnya perlu dimengerti peran yang dimainkan oleh direktur dari luar dan dorongan mereka untuk menutamakan kepentingan pemegang saham. Studi BPT

ini menambah pemahaman kita terhadap efek dorongan direktur pada keputusan penempatan CEO.

5.2.6. Kekuatan CEO Sebagai Pendiri Perusahaan

Weisbach (1988), di dalam papernya menguji hubungan antara pengawasan terhadap CEO yang dilakukan oleh komisaris dari dalam dan luar, dan pengunduran diri CEO. Pengunduran diri yang dilakukan CEO diprediksi dengan menggunakan return saham dan perubahan earnings sebagai ukuran kinerja sebelum pengunduran diri. Hasil studi Weisbach (1988) menemukan hubungan yang kuat antara kinerja sebelum pengunduran diri dengan probabilitas pengunduran untuk perusahaan yang didominasi oleh dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan (jumlah komisaris independen yang lebih besar persentasenya) dibanding dengan perusahaan yang didominasi dewan komisaris yang berasal dari dalam (pemiliki saham) perusahaan. Hasil ini tidak memunculkan fungsi terhadap dampak kepemilikan, dampak ukuran atau dampak industri. Return saham yang tidak diharapkan pada hari ketika pengunduran diri diumumkan konsisten dengan pandangan bahwa direktur meningkatkan nilai perusahaan melalui pemindahan manajer yang buruk.

Studi ini memandang bahwa dua studi terdahulu dari Coughlan and Schmidt (1985) dan Warner, Watts and Wruck (1988), telah memberikan beberapa dukungan untuk pandangan dengan menunjukkan bahwa kinerja organisasi yang buruk berhubungan dengan pergantian CEO. Studi ini tidak mengeksplorasi perbedaan pengawasan antara manajer yang bekerja sebagai direktur dari dalam atau direktur yang bekerja paruh waktu (*not full-time employes*) di perusahaan. Direktur yang dari luar secara luas

diyakini memainkan peranan yang lebih besar di dalam mengawasi manajemen dibanding dengan anggota dewan yang dari dalam perusahaan. Direktur dari luar perusahaan umumnya memiliki dorongan untuk memastikan bahwa perusahaan berjalan secara efektif karena menjadi direktur di perusahaan tertentu (tanpa persentase kepemilikan) merupakan sinyal bahwa mereka memiliki kompetensi terhadap pasar.

Tugas utama direktur adalah menilai manajemen. Dewan komisaris mungkin menilai manajer senior perusahaan dan mengganti mereka jika senior manajer tersebut gagal untuk berkinerja dengan baik. Tugas ini sepertinya akan lebih menjadi atribut bagi direktur dari luar, sementara direktur dari dalam umumnya akan terikat dengan CEO dan tidak menghendaki pengganti CEO yang sedang menjabat. Direktur dari luar sangat mungkin melakukan pergantian CEO, meskipun sesungguhnya mereka tidak menghendaki pergantian tersebut. Bagaimanapun, direktur dari luar umumnya pemimpin yang disegani karena berasal dari komunitas akademis yang memiliki reputasi. Fama (1980) dan Fama and Jensen (1983) berargumen bahwa direktur dari luar akan mengawasi manajemen yang memilih mereka karena direktur dari luar memiliki dorongan untuk membangun reputasi sebagai seorang ahli dalam hal pengendalian keputusan nilai dari modal individual tergantung dari kinerja mereka sendiri sebagai manajer keputusan internal pada organisasi lainnya. Mereka menggunakan jabatan direkturnya sebagai sinyal untuk pasar internal dan eksternal sebagai agen keputusan bahwa (1) mereka ahli memutuskan, (2) mereka mengerti kepentingan menyebarkan dan memisahkan pengendalian,

dan (3) mereka dapat bekerja dengan sistem pengendalian keputusan tertentu.

5.2.7. Social Capital

Penelitian Dess and Shaw (2001) ini memberikan tambahan perspektif untuk menjelaskan hubungan antara pergantian voluntary dengan kinerja organisasional. DS melihat keberadaan teori-teori di tingkatan organisasional lebih fokus pada isu biaya atau *human capital*, jarang yang membahas sejumlah faktor-faktor untuk menyeimbangkan hubungan ini. Tapi perubahan telah terjadi di dalam studi, struktur organisasi, dan persaingan di dalam organisasi meningkatkan pentingnya mempelajari aturan di dalam social capital terhadap hubungan pergantian sukarela dengan kinerja organisasional.

Social capital mengacu pada network atau pengaruh tim terhadap orang meninggalkan suatu perusahaan untuk pindah ke perusahaan lainnya. Kondisi ini mewabah di banyak organisasi. Yang menjadi inti masalah adalah hal ini telah menjadi kecenderungan di dalam jaringan kerja sosial, yang dapat melakukan rekrutmen karyawan melalui koresponden kolega. Sehingga kolega yang potensial akan dibawa ke organisasi atau disewa melalui jalur jaringan kerja personal. Praktik ini menduduki urutan teratas sebagai praktik yang tidak terpuji di dalam perekonomian modern. Karena, perusahaan baru yang mendapat tenaga kerja potensial dari perusahaan lama akan meraup keuntungan dengan menyewa karyawan potensial yang menuai pengalaman dari perusahaan lama.

Pergantian sukarela adalah suatu keputusan karyawan untuk mengakhiri hubungan dengan tempat dia bekerja. Sedangkan pergantian tidak-sukarela adalah suatu

keputusan pemberi kerja untuk mengakhiri hubungan pekerjaan dengan karyawannya. Kedua isu pergantian ini adalah dua area yang potensial untuk penelitian. Pada studinya ini DS hanya fokus pada pemisahan secara sukarela saja, meskipun kita tidak dapat mengurangi kepentingan pergantian tidak-sukarela dan implikasinya terhadap kinerja organisasi.

5.2.8. Posisi Teoritikal Saat Ini

Dess and Shaw (2001) mengemukakan adanya perspektif *cost* atau *cost benefit approach* di dalam setiap keputusan pergantian. Di dalam pendekatan ini biaya pergantian menjadi konsekuensial, tetapi organisasi juga dapat merealisasikan benefit untuk level tertentu dari pergantian sukarela. Upah/gaji dan pemotongan yang terkait, pemutusan sukarela, peningkatan di dalam inovasi, dan penurunan stagnasi adalah semua benefit yang ada pada level pergantian tertentu.

Teori yang mendominasi pendekatan pengujian konsekuensi level organisasi terhadap pergantian sukarela adalah *human capital theory*, yang menyarankan bahwa fungsi organisasi ditentukan oleh akumulasi spesifikasi organisasi, *human capital* (kemampuan dan keahlian individual di dalam organisasi) yang bernilai. Masih banyak teori yang dapat menjelaskan tindakan pergantian CEO, dan saya akan membahas teori-teori tersebut pada Bab terakhir Buku ini.

5.3. SIMPULAN

Hasil studi di area pergantian CEO telah memberikan, sebagian besar, adanya sejumlah kondisi organisasional yang ditemukan sebagai faktor yang berpengaruh terhadap keputusan

pergantian. Pada dasarnya penelitian ini dilakukan oleh peneliti di bidang manajemen strategik, dan mereka yang melakukan kajian organisasional dalam isu pergantian di antaranya adalah Jackofsky (1984) yang menemukan bahwa kinerja tugas berhubungan negatif dengan pergantian, Boeker (1992), Allen and Panian (1982), Weisbach (1988), dan Ocasio (1994) yang menemukan bahwa *Power CEO* yang merupakan pendiri perusahaan (founder) berhubungan negatif dengan pergantian, serta Dess & Show (2001) yang menemukan bahwa *social capital* dan *human capital* berhubungan positif terhadap pergantian.

Secara menyeluruh, memang belum ada penelitian-penelitian yang menemukan hasil yang konsisten satu dengan lainnya. Tidak mudah memberikan hasil dan penjelasan yang seragam dalam kondisi Negara yang berbeda, karena faktor-faktor yang menentukan pergantian CEO, adalah unik dalam masing-masing kasus. Jika hasil penelitian belum bias menghasilkan temuan yang konsisten, tidak berarti terdapat dua atau beberapa hasil yang tidak saling mendukung. Penjelasan yang bijaksana dapat menggunakan teori kontinjensi, yang dalam kasus ini akan mengasumsikan bahwa tidak ada satu alasan yang menjadi pendorong semua kasus pergantian CEO. Keberagaman hasil dalam kajian ini, justru memberikan pengayaan informasi terkait dengan pergantian CEO dunia.

6

PENGUNDURAN DIRI AUDITOR

6.1. PENDAHULUAN

Pandangan sebelumnya pada tata kelola perusahaan menyarankan bahwa mekanisme internal yang utama di dalam perusahaan adalah pemberhentian yang dilakukan oleh dewan terhadap manajer yang berkinerja buruk. Beberapa studi menemukan bahwa kinerja keuangan yang buruk sering menggiring pada pergantian CEO (Warner, Watts, and Wruck 1988; Weisbach 1988; Engel, Hayes, and Wang 2003). Mian (2001) menunjukkan bahwa perubahan di dalam posisi *chief financial officer* (CFO) juga sering didahului oleh kinerja keuangan yang buruk. Bukti apakah manajer diberhentikan untuk alasan kinerja yang buruk yang tercermin atas laporan keuangan masih menghasilkan temuan yang beragam. Agrawal, Jaffe, and Karpoff (1999) menemukan bahwa tidak ada peningkatan di dalam pergantian manajerial pada perusahaan yang telah terjadi kecurangan, termasuk kecurangan laporan keuangan. Beneish (1999) menemukan tidak adanya bukti terhadap peningkatan pergantian manajemen puncak di dalam perusahaan yang dalam pengawasan ketat oleh *Securities and Exchange Commission* (SEC) karena *unacceptable financial reporting*.

Dan selanjutnya, studi However, Desai, Hogan, and Wilkins (2006) melaporkan bahwa perusahaan yang terdokumentasi melakukan pencatatan ulang (*restatements*) terjadi peningkatan penggantian eksekutif puncak.

Sejenis dengan studi Niehaus and Roth (1999) yang mengobservasi adanya peningkatan di dalam pergantian manajerial di perusahaan yang menjalani tuntutan perkara untuk alasan laporan keuangan. Pada studi lainnya, ditemukan adanya penalti untuk kinerja yang buruk di dalam hubungan manajemen selaku klien dengan auditor.

Audit merupakan suatu elemen penting di dalam proses pelaporan keuangan. Manajer diharapkan membantu tugas audit yang independen. Pada saat hubungan auditor dengan klien-nya mengalami perpecahan, auditor memilih mengundurkan diri dari pekerjaannya atau bahkan auditor tersebut dipecat oleh klien. Studi terdahulu menyarankan bahwa alasan prinsip bagi auditor untuk mengundurkan diri adalah keinginan untuk mengantisipasi risiko litigasi dari informasi privat auditor atas kesalahan klien (Krishnan and Krishnan 1997; Johnstone and Bedard 2004). Studi lainnya menjelaskan bahwa klien akan mengganti auditornya lebih sering dijelaskan oleh biaya keagenan (Francis and Wilson 1988) dan sebagai tambahan bahwa harga sekuritas klien yang negatif sering menjadi alasan auditor untuk mengundurkan diri (Wells and Loudder 1997; Shu 2000).

Perusahaan mengganti auditornya mengindikasikan adanya ketidak-sepahaman antara auditor dengan manajer tentang akuntansi atau pengauditan. *The 8-K* yang disyaratkan SEC mengharuskan pencatatan setiap "*reportable event*", yaitu, apakah auditor yakin terhadap sistem pengendalian internal klien adalah lemah sehingga akan menghasilkan catatan keuangan yang tidak dapat dipercaya (*unreliable*) (*internal control reportable events*),

atau gambaran yang dibuat oleh manajer dengan tujuan akhir pada catatan keuangan adalah tidak bernilai, atau kebutuhan cakupan audit harus diperluas (*reliability reportable events*). Whisenant, Sankaraguruswamy, and Raghunandan (2003) menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif pada pengungkapan ketidaksepahaman (*disagreements*) akuntansi dan auditing serta *reportable events*.

6.2. STUDI MENON AND WILLIAMS (2008)

Menon and Williams – MW (2008) menggunakan dua sampel kontrol di dalam studi ini. Sampel kontrol pertama berisi perusahaan yang tidak mengalami pengunduran diri auditor. Sampel kontrol kedua berisi perusahaan yang mengalami pergantian auditor. MW menemukan bahwa frekuensi pergantian CEO dan CFO meningkat seiring dengan pengunduran diri auditor. Sepertinya perubahan CEO dan CFO ini semakin besar ketika terdapat *reportable event*.

Paper MW ini memberikan beberapa kontribusi. MW memberikan tambahan pada literatur auditing bahwa pengunduran diri auditor menghasilkan pergantian manajemen puncak yang lebih besar, pengunduran diri yang terdapat pengungkapan *reportable events* juga selanjutnya meningkatkan pergantian manajemen. Paper MW juga berkontribusi di dalam memberikan bukti pada pergantian CFO, yang pada studi sebelumnya hanya melihat pergantian pada CEO. Kontribusi terakhir adalah tambahan pada literatur tentang konsekuensi permasalahan pelaporan keuangan terhadap manajer.

Studi sebelumnya telah mendokumentasikan adanya reaksi negatif pada pasar saham terhadap pengunduran diri auditor (Wells and Loudder 1997; Shu 2000). Reaksi ini secara signifikan lebih negatif dibandingkan dengan auditor yang diberhentikan (DeFond et al. 1997; Shu 2000). Investor sepertinya menerima pengunduran diri auditor sebagai tindakan yang merefleksikan informasi tersendiri dari auditor tentang perusahaan, dan reaksi negatif tersebut merupakan atribut yang masuk akal karena munculnya

ketidakpastian yang dihadapi investor atas proses pelaporan dan keyakinan terhadap catatan keuangan perusahaan.

Sebagai ringkasan, MW berharap kejadian pergantian CEO dan CFO akan semakin tinggi di dalam perusahaan yang mengalami pengunduran diri auditor dibanding dengan sampel kontrolnya. Sebagai tambahan, MW berharap kejadian pergantian CEO dan CFO akan meningkat dengan pengungkapan *intemal control reportable event* atau *reliability reportable event*.

Sampel utama untuk studi MW ini adalah semua perusahaan yang diaudit oleh auditor Big 5 yang telah mengalami pergantian auditor selama periode 1990-2001. Big 5 sengaja dipilih, karena kliennya secara sistematis berbeda dengan yang non-Big 5. Auditor Big-5 juga dipercaya memiliki reputasi yang bernilai dibanding yang non-big 5. Konsekuensinya, laporan negatif dari auditor Big-5 akan membawa implikasi lebih kuat bagi perusahaan di dalam pasar modal, mendorong biaya yang lebih tinggi atas perusahaan klien, dan berharap akan menghasilkan tindakan yang lebih hebat dari pihak direktur. Untuk membangun sampel, MW mengidentifikasi pengunduran diri auditor melalui kata kunci melalui *Compact Disclosure* dan *SEC filings* (menggunakan Lexis/Nexis dan the SEC reading room) dan dari *Accounting Today*.

Panel A of Table 1 memperlihatkan hasil untuk pergantian CEO. Koefisien untuk variabel instrumen yang diujikan semuanya signifikan pada *first stage*. Sama juga dengan variabel kontrol yang signifikan (*CFOPS*, *RETURN*, *LITIGATION*, *CEOCHAIR*, and *BLOCKS*). Instrumen *RESIGN* berhubungan positif dan signifikan pada estimasi *two-stage*, menyarankan bahwa setelah memasukkan variabel terkait, pengunduran diri auditor berdampak pada pergantian CEO.

Panel B of Table 1 menyajikan hasil untuk model pergantian CFO. Sekali lagi, variabel instrumen yang digunakan di dalam penelitian ini semuanya signifikan pada *first stage* dari estimasi *two-stage*. *Stage 2* menghasilkan temuan yang sama seperti yang

ditemukan pada pengujian sebelumnya. Instrumen *RESIGN* berhubungan positif dan signifikan seperti yang diharapkan. Secara keseluruhan, Tabel 1 menunjukkan hasil dari estimasi two-stage estimation yang sangat konsisten dengan hasil *single-equation probit estimation*. Pengunduran diri auditor sepertinya meningkatkan pergantian pada posisi CEO dan CFO.

Tabel 6.1.

Hasil Analisis Studi Menon and William – MW (2008)

Two-stage IV probit analysis for CEO/CFO turnover					
Panel A: CEO turnover					
Stage 1: $RESIGN = \beta_0 + \beta_1TENURE + \beta_2DAYS + \beta_3dANALYSTS + \beta_4FYE$ $+ \beta_5RPT + \beta_6LASSETS + \beta_7CFOPS + \beta_8EBIT + \beta_9RETURN$ $+ \beta_{10}DISTRESS + \beta_{11}GCAR + \beta_{12}LITIGATION + \beta_{13}RETIRED$ $+ \beta_{14}CEOCHAIR + \beta_{15}BLOCKS + \varphi_NMATCH_N + \epsilon$ (5a)					
Stage 2: $CEOCHG = \beta_0 + \beta_1RESIGN + \beta_2LASSETS + \beta_3CFOPS + \beta_4EBIT$ $+ \beta_5RETURN + \beta_6DISTRESS + \beta_7GCAR + \beta_8LITIGATION$ $+ \beta_9RETIRED + \beta_{10}CEOCHAIR + \beta_{11}BLOCKS$ $+ \varphi_NMATCH_N + \epsilon$ (5b)					
(n = 1,689)	Exp. sign	(5a)		(5b)	
		Coefficient	t-value	Coefficient	Z-value
Intercept		0.2397	4.87*	-1.2614	-8.51*
Endogenous variable					
<i>RESIGN</i>	+			0.4359	2.33†
Instrumental variables					
<i>TENURE</i>	-	-0.0524	-13.76*		
<i>DAYS</i>	+	0.0007	7.12*		
<i>dANALYSTS</i>	-	-0.0628	-10.32*		
<i>FYE</i>	+	0.0511	2.49†		
<i>RPT</i>	+	0.1871	5.08*		
Other variables					
<i>LASSETS</i>	-	-0.0630	-4.12*	-0.0755	-1.25
<i>CFOPS</i>	-	-0.1173	-3.68*	-0.3339	-2.77*
<i>EBIT</i>	-	-0.0831	-3.79*	0.0753	0.87
<i>RETURN</i>	-	-0.0074	-0.62	-0.2999	-4.50*
<i>DISTRESS</i>	+	0.1161	3.13*	0.1302	0.92
<i>GCAR</i>	+	0.2387	8.89*	0.1039	0.91
<i>LITIGATION</i>	+	0.0282	0.82	0.5957	4.93*
<i>RETIRED</i>	+	0.0305	0.79	-0.0537	-0.35
<i>CEOCHAIR</i>	-	-0.0098	-0.45	-0.2079	-2.49†
<i>BLOCKS</i>	+	-0.2121	-3.66*	1.1260	4.94*
Adjusted R ²			0.112		—
Wald chi-square			—		159.1*

Panel B: CFO turnover					
Stage 1: $RESIGN = \beta_0 + \beta_1TENURE + \beta_2DAYS + \beta_3dANALYSTS + \beta_4FYE$ $+ \beta_5RPT + \beta_6LASSETS + \beta_7CFOPS + \beta_8EBIT + \beta_9RETURN$ $+ \beta_{10}DISTRESS + \beta_{11}GCAR + \beta_{12}LITIGATION + \beta_{13}RETIRED$ $+ \beta_{14}CFOBOD + \beta_{15}BLOCKS + \varphi_NMATCH_N + \epsilon$ (6a)					
Stage 2: $CFOCHG = \beta_0 + \beta_1RESIGN + \beta_2LASSETS + \beta_3CFOPS + \beta_4EBIT$ $+ \beta_5RETURN + \beta_6DISTRESS + \beta_7GCAR + \beta_8LITIGATION$ $+ \beta_9RETIRED + \beta_{10}CFOBOD + \beta_{11}BLOCKS$ $+ \varphi_NMATCH_N + \epsilon$ (6b)					
(n = 1,689)	Exp. sign	(6a)		(6b)	
		Coefficient	t-value	Coefficient	Z-value
Intercept		0.2508	5.44*	-1.0490	-8.28*
Endogenous variable					
RESIGN	+			0.7976	4.69*
Instrumental variables					
TENURE	-	-0.0525	-13.98*		
DAYS	+	0.0006	7.08*		
dANALYSTS	-	-0.0623	-10.33*		
FYE	+	0.0543	2.69*		
RPT	+	0.2023	5.67*		
Control variables					
LASSETS	-	-0.0606	-3.98*	0.0072	0.13
CFOPS	-	-0.1220	-3.99*	-0.4454	-3.90*
EBIT	-	-0.0809	-3.74*	0.1107	1.30
RETURN	-	-0.0080	-0.67	-0.2107	-3.87*
DISTRESS	+	0.1170	3.20*	0.0315	0.24
GCAR	+	0.2286	8.66*	-0.0788	-0.76
LITIGATION	+	0.0304	0.89	0.4706	4.07*
RETIRED	+	0.0230	0.61	-0.3173	-1.31
CFOBOD	-	-0.0531	-2.31†	-0.2475	-2.91*
BLOCKS	+	-0.2153	-3.80*	0.7938	3.84*
Adjusted R ²			0.117		—
Wald chi-square			—		177.5*

Notes:

$RESIGN = 1$ (0) if there was an auditor-initiated (client-initiated) auditor change in stage 1 and an instrumented variable in stage 2; $TENURE =$ the number of years the firm has retained the auditor; $DAYS =$ the number of days from the last fiscal year end to the Form 8-K date; $dANALYSTS =$ the change in analysts following for the year preceding the event date; $FYE = 1$ if the firm has a December 31 fiscal year-end, otherwise = 0; $RPT = 1$ if the client made a loan to an officer or director in the two years before the event date, otherwise = 0. All other variables are as defined in Tables 5 and 6.

* $p < 0.01$ (two-tailed test).
† $p < 0.05$ (two-tailed test).

Sumber: Menon and Williams – MW (2008)

6.3. SIMPULAN

Alasan perusahaan mengganti auditornya bisa saja tidak pernah dijelaskan oleh pihak perusahaan ke publik. Di dalam pengungkapan pihak manajemen di dalam laporan tahunan perusahaan sangat jarang kita dapatkan pengungkapan yang menjelaskan hal-hal yang mendasari kebijakan manajemen dan pemilik perusahaan, salah satunya masalah pergantian CEO dan pergantian auditor. Namun, sejauh ini pergantian auditor, khususnya yang belum habis periode memberikan indikasi adanya ketidaksepahaman antara auditor dengan manajer tentang akuntansi atau pengauditan. *The 8-K* yang disyaratkan SEC mengharuskan adanya pencatatan setiap “*reportable event*”, yaitu, apakah auditor yakin bahwa sistem pengendalian internal klien mereka adalah lemah sehingga akan menghasilkan catatan keuangan yang tidak dapat dipercaya (*unreliable*) (bagian dari *internal control reportable events*), atau gambaran yang dibuat oleh manajer dengan tujuan akhir pada catatan keuangan adalah tidak bernilai, atau kebutuhan cakupan audit harus diperluas (*reliability reportable events*). Beberapa peneliti di dalam studinya memberikan hasil yang menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif pada pengungkapan ketidaksepahaman (*disagreements*) akuntansi dan auditing serta informasi lain yang terkandung di dalam *reportable events* (lihat Whisenant, Sankaraguruswamy, and Raghunandan, 2003).

Pergantian auditor yang dipicu adanya ketidaksepahamannya dengan pihak manajemen akan mengundang reaksi negatif pasar terhadap nilai perusahaan. Dan memburuknya kinerja pasar perusahaan akan menjadi alasan pemilik perusahaan (dalam hal ini dewan komisaris) untuk mempertimbangkan pergantian CEO perusahaan. Kondisi yang tidak harmonis ini merupakan suatu rangkaian logis yang sering dihadapi organisasi.

7

PERSONALITAS CEO

7.1. PENDAHULUAN

Faktor personalitas di dalam isu pergantian CEO menjadi faktor yang menarik untuk diperbincangkan karena sifatnya yang dinamis. Banyak penjelasan yang dapat diperoleh di dalam pembahasan topik ini. Di antaranya faktor personalitas yang akan dibahas di dalam bab ini di antaranya adalah usia (dalam studi Brickley 2003; Cotton & Tuttle 1986; Wang & Davidson 2009), asal CEO (dalam studi Lubatkin et al. 1989; Bonnier & Bruner 1989; Kaplan & Minton 2006; Shen & Cannella 2003), asal komisaris (dalam Shen & Cannella 2002), pendidikan (Datta & Guthrie 1994; Rafanaviciene et al. 2009), tenure, gender, marital status, dan intelegensi (dalam Cotton & Tuttle 1986), dan nilai budaya (Jackofsky et al. 1987).

7.2. FAKTOR-FAKTOR PERSONALITAS

7.2.1. Usia

Engel, Hayes, and Wang (2003) dan Farrell and Whidbee (2003) memberikan bukti bagaimana bobot perusahaan menjadi pengukuran alternatif di dalam membuat mempertahankan atau mengganti CEO. Hasil mereka

secara statistika signifikan, yang mana kinerja perusahaan bertumbuh memperlihatkan bahwa sangat kecil variasi di dalam pergantian CEO. Kondisi ini menurut Brickley (2003) mungkin disebabkan oleh menurunnya return di dalam model estimasi LOGIT yang fokus pada hubungan antara pergantian CEO dan ukuran kinerja perusahaan. Brickley mempertimbangkan isu lain yang kurang diungkap pada studi sebelumnya untuk meningkatkan pemahaman terhadap pergantian dan penggantian CEO. Analisis yang terkait dengan usia adalah salah satu contohnya.

Lebih dari dua dekade penelitian empiris telah menghasilkan suatu bukti empiris yang luas pada beberapa aspek yang berhubungan dengan pergantian CEO dan kinerja perusahaan. Paper yang ditulis Engel et al. (2003) dan Farrell and Whidbee (2003) ikut berkontribusi dalam penelitian ini. Paper mereka juga memberikan bukti lebih tentang bagaimana dewan memilih sejumlah alternatif pengukuran kinerja untuk menilai CEO.

Usia CEO dan Pergantian

Upper-echelon theory menjelaskan bahwa karakteristik latar belakang manajerial menjelaskan pilihan stratejik, dan konsekuensinya, berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Hambrick and Mason, 1984). Brickley (2003) menyatakan bahwa penelitian yang memasukkan usia CEO akan menghasilkan pemahaman yang lebih baik atas pergantian CEO. Davidson et al. (2006) memberikan temuan empiris bahwa usia dewan sebagai kriteria dalam memutuskan menyewa CEO. Joos et al. (2003) menemukan adanya pertemuan antara usia CEO dan beberapa faktor spesifik perusahaan. Wang & Davidson (2009) menguji bagaimana dewan komisaris menandingkan usia calon CEO

dengan tingkat diskresi manajerial. Secara alami, usia muda berbeda dari yang tua, baik secara fisik maupun psikologis. Orang yang muda lebih enerjik, tidak takut dengan risiko, dan cepat belajar dan membuat keputusan. Dorongan dan perilaku seseorang mungkin akan berubah seiring dengan perubahan usianya (Gibbons and Murphy, 1992).

Dalam hubungannya dengan pergantian, Wang and Davidson – WD (2009) menawarkan suatu hubungan antara *managerial discretion* (kebijakan manajerial) dan usia CEO pengganti yang mungkin dimoderasi oleh (paling tidak) usia anggota dewan dan asal pengganti. Menggunakan sampel 629 pergantian selama tahun 1994 hingga 2005, WD menghasilkan temuan empiris bahwa usia anggota dewan dan asal pengganti tidak memoderasi pada keseluruhan sampel. Namun usia anggota dewan dan status keturunan memoderasi hubungan antara kebijakan manajerial dengan usia CEO yang mengikuti pergantian secara paksaan.

Pergantian CEO merupakan kejadian kritis terhadap organisasional (Grusky, 1960) dan telah mendapat perhatian besar bagi peneliti di area *finance*, *management*, dan *organizational behavior*. Pada dekade terakhir, penelitian pergantian secara pesat meningkatkan pemahaman penelitiannya terhadap adanya anteseden dan konsekuensi terhadap perhatian tersebut. Banyak teori, seperti *agency theory*, *similarity theory*, *job match theory*, *human capital theory*, dan *organizational learning theory*, telah digunakan untuk menjelaskan anteseden dan dampak pergantian CEO (Giambatista, Rowe, and Riaz, 2005). Namun begitu masih terdapat kelemahan penelitian terhadap kekuatan menjelaskan *managerial discretion theory* terhadap pergantian CEO. *Managerial discretion* mengacu pada “*latitude of managerial action*” (Hambrick and Finkelstein,

1987), yaitu kebebasan pada ruang gerak manajemen. Tingkat *managerial discretion* ini dapat dibatasi perusahaan atau bisa juga dengan memberikan pilihan untuk CEO. Pilihan strategi manajemen dapat dibatasi dengan berapa besar kemajuan yang dihasilkan manajer. Sejak kebijakan manajerial lebih mendatangkan menguntungkan bagi lingkungan kerja manajer, kebijakan manajerial ini menjadi alasan utama dewan memilih siapa yang akan menjadi pengganti CEO diperusahaan.

Memilih usia CEO mungkin memberikan suatu pendalaman penting pada pergantian CEO dan dorongan organisasi (Brickley, 2003). Usia CEO merupakan kriteria penting untuk keputusan pergantian CEO (Davidson, Nemec, and Worrell, 2006). Hambrick and Finkelstein (1987) menawarkan bahwa perusahaan dengan tingkat kebijakan (diskresi) yang tinggi umumnya memiliki manajer yang lebih muda dan berani (menantang) risiko dan perusahaan yang tingkat diskresi yang rendah umumnya memiliki manajer yang lebih tua dan menolak risiko.

Sejak umur menjadi karakteristik yang secara signifikan berhubungan dengan dorongan dan perilaku manajer, dan selanjutnya, berdampak pada perusahaan, dalam usaha memaksimalkan nilai perusahaan dewan mungkin akan mempertimbangkan usia ketika harus menyewa CEO. Kesesuaian usia pada lingkungan spesifik mungkin dapat menghindari atau paling tidak mengurangi permasalahan *adverse selection*, khususnya ketika dewan komisaris kurang memiliki informasi sehubungan dengan calon CEO. Usia menjadi faktor yang patut dipertimbangkan karena kepemimpinan CEO berdampak terhadap luaran perusahaan (Hambrick and Finkelstein, 1987; Finkelstein

and Boyd, 1998). Dan utamanya, dampak usia CEO akan sangat mempengaruhi tingkat diskresi manajerial.

Persyaratan atas kemampuan untuk menyelesaikan beban kerja yang berat meminta CEO untuk berkomitmen lebih pada waktu dan usaha untuk tugas mereka tersebut. Seiring dengan perubahan yang pesat di dalam dunia bisnis saat ini, dibanding dengan sebelumnya, menjadikan CEO lebih dituntut untuk dapat membuat keputusan cepat untuk menghindari hilangnya peluang bisnis. CEO muda lebih pas pada posisi yang tinggi diskresi. Semakin tinggi tingkat diskresi, semakin besar risiko manajer karena semakin tinggi ketidakpastian dan semakin kompleks permasalahan (Hambrick and Finkelstein, 1987). Menunjuk seorang CEO muda mungkin menjadi pilihan terbaik.

Agency theory dapat digunakan untuk menjelaskan bagaimana usia CEO pengganti mempengaruhi pilihan dewan. Biaya agensi timbul ketika manajer tidak melakukan tindakan terbaik untuk kepentingan pemegang saham. Usia CEO berhubungan dengan masalah agensi. Davidson et al. (2007) menemukan bahwa CEO yang mendekati masa pensiun kurang memikirkan kinerja jangka panjang. Ketika CEO yang lebih tua melakukan diskresi, mereka sepertinya melibatkan kepentingan mereka di dalam diskresi untuk tujuan mencari kekayaan pribadi dan bukan kekayaan pemegang saham. Penjelasan lainnya, bagaimanapun juga CEO yang lebih muda memperhatikan reputasi mereka dan karier di masa datang. Fama (1980) berargumen bahwa perhatian terhadap karir mungkin mengurangi permasalahan agensi. CEO yang muda sepertinya kurang memiliki perilaku yang akan merugikan pemegang saham. Pengawasan yang efektif dari dewan komisaris akan membatasi perilaku mencari kesempatan (*opportunistic*

behaviors) dari para manajer (Conyon and Florou, 2003). Diskresi CEO yang tinggi mungkin akan membuat dewan semakin mengimplemetasikan pengawasan yang efektif.

Dalam ringkasan, perbandingan hasil dari ANOVA menunjukkan bahwa variabel diskresi manajerial, usia dewan, usia direktur dari dalam, dan usia direktur dari luar secara signifikan berbeda antar grup usia CEO pada keseluruhan sampel dan sub-sampel pergantian secara sukarela. Hasil awal ini mengindikasikan bahwa dewan membandingkan usia pengganti dengan diskresi manajerial pada saat menunjuk CEO baru.

Selanjutnya, Wang & Davidson (2009) menemukan suatu tren yang sama untuk usia direktur, baik dari dalam dan dari luar pada keseluruhan grup usia CEO untuk keseluruhan sampel dan sub sampel mengikuti pergantian sukarela. Hasil ANOVA ini konsisten dengan Davidson et al. (2006). Dewan menggunakan perlakuan yang sama di dalam memutuskan penunjuk CEO baru, yang mana dewan yang memiliki direktur yang lebih muda lebih memilih dan menunjuk CEO yang muda untuk menjadi CEO, sementara dewan yang memiliki direktur yang lebih tua lebih memilih CEO yang lebih tua. Secara umum, hasil dari keseluruhan model yang diuji oleh WD untuk keseluruhan sampel yang mengikuti pergantian sukarela mendukung hipotesis bahwa perusahaan dengan level diskresi manajerial cenderung untuk menyewa CEO muda dan perusahaan dengan tingkat diskresi manajerial yang rendah cenderung menyewa CEO yang lebih tua. Temuan ini mendukung studi sebelumnya dari Davidson et al. (2006) yang menunjukkan bahwa terdapat kesamaan aturan main di dalam keputusan menunjuk CEO, dan selanjutnya dewan cenderung menyewa CEO yang memiliki usia yang sama dengan usia anggota

dewannya. Untuk pergantian yang mengikuti pergantian sukarela, diskresi manajerial dan usai dewan akan bertahan lama kepentingannya.

Faktor lingkungan dan organisasional menjelaskan bagaimana tingkat atau spesifikasi perusahaan pada industri memberikan kesempatan kepada CEO. Manajerial lingkungan, manajerial organisasional dan manajerial individual berdampak pada derajat kebijakan yang dibuat oleh CEO (Hambrick and Finkelstein, 1987). Manajerial individual menekankan pada perbedaan pada sejumlah CEO dan kemampuan mereka untuk mengidentifikasi dan mendapatkan kemajuan pada hasil yang telah disediakan oleh faktor lingkungan dan organisasional (Hambrick and Finkelstein, 1987). Penelitian terakhir diperkaya dengan isu *discretion theory*. Crossland and Hambrick (2007) menawarkan bahwa pencapaian kinerja eksekutif juga datang dari faktor lingkungan makro dan sistem kenegaraan. Finkelstein and Peteraf (2007) mengidentifikasi aktivitas manajerial sebagai suatu sumber *managerial discretion*. Mereka menemukan semakin tinggi derajat kompleksitas, ketidakpastian dan ketidakmampuan-diobservasi aktivitas seorang manajer, akan semakin tinggi pula diskresi yang akan dilakukan. Selanjutnya ditawarkan bahwa diskresi manajerial dapat berubah sepanjang waktu karena semua sumber yang memicu diskresi dapat berubah baik secara besaran maupun secara arah. Para peneliti menjelaskan tiga tingkat diskresi: kebangsaan (*national*) (Crossland and Hambrick, 2007), industrial (e.g. Cordeiro and Rajagoplan, 2003), dan tingkat perusahaan dalam industri (e.g. Finkelstein and Body, 1998; Wright and Kroll, 2002).

Upper-echelon theory dapat digunakan di dalam menjelaskan hubungan dengan diskresi (Hambrick and

Mason, 1984). Teori ini menjelaskan bahwa eksekutif puncak dapat mempengaruhi luaran organisasi mereka. Pilihan terhadap strategi dan tingkat kinerja perusahaan merefleksikan karakteristik manajerial (Hambrick and Mason, 1984). Hambrick and Finkelstein (1987) dan Hambrick (2007) berargumen bahwa *upper-echelon theory* bersifat kondisional terhadap bagaimana keberadaan diskresi manajerial. CEO perusahaan tidak dapat mempengaruhi kekayaan pemegang saham kecuali CEO tersebut melakukan diskresi untuk mempengaruhi kinerja perusahaan.

Diskresi manajerial mengembangkan keambiguan yang tinggi (Hambrick and Finkelstein, 1987; Hambrick, 2007) dan menentukan besaran pengaruh CEO pada perusahaan atas tindakan yang dia lakukan. Diskresi yang tinggi meningkatkan produk marginal dan selanjutnya secara potensial CEO akan mempengaruhi nilai perusahaan (Hambrick and Finkelstein, 1987; Finkelstein and Boyd, 1998).

7.2.2. Asal CEO

Terdapat satu studi menarik yang dilakukan Lubatkin et al. (1989) yang mempertanyakan tentang “*Pentingkah Seorang Pemimpin dan Pergantiannya di Perusahaan Besar?*” Mereka menjelaskan bahwa peneliti akademisi dan pebisnis telah memberikan perhatian yang sama tingginya terhadap akuntabilitas eksekutif, sehubungan dengan tekanan pihak pemegang saham, dan saat ini menjadi isu yang memuncak. Peneliti mengingatkan tentang apakah penunjukkan pemimpin baru akan mempengaruhi kinerja pada organisasi yang telah besar. Beberapa dari mereka menemukan bahwa kepemimpinan bukanlah sesuatu yang penting: *leadership*

doesn't matter, pemimpin tidak akan mempengaruhi kinerja, karena pada perusahaan besar, organisasi telah memiliki kekuatan sistem yang cenderung dapat berjalan sendiri (Hannan & Freeman, 1977; Lieberson & O'Connor, 1972; Mintzberg, 1979). Selanjutnya, pergantian pemimpin juga tidak menjadi sesuatu penting: pergantian menjadi suatu ritual *scapegoating* di kalangan manajemen puncak semata (Gamson & Scotch, 1964). Hal ini mengindikasikan bahwa mustahil pihak eksternal organisasi memahami alasan pergantian manajemen puncak suatu perusahaan.

Di lain pihak, beberapa peneliti juga menemukan bahwa kepemimpinan itu adalah sesuatu yang penting (Weiner & Mahoney, 1981) namun gangguan yang disebabkan pergantian tersebut berganti dengan dampak positif dalam kasus pergantian manajer yang gagal (Pfeffer & Davis-Blake, 1986). Artinya dalam kasus pergantian CEO yang tidak bereputasi pada perusahaan justru akan memberikan dampak positif bagi perusahaan, terutama jika penggantinya berasal dari luar perusahaan. Sebagian peneliti dalam aliran ini juga ada yang menyatakan bahwa: apakah seorang pemimpin baru itu memiliki dampak positif, negatif, ataupun netral tergantung pada kesesuaian antara karakteristik pemimpin dan persyaratan tugas (Gupta & Govindarajan, 1984; Hambrick & Mason, 1984). Selanjutnya, studi yang berkelanjutan dalam area ini tidak menghasilkan rangkaian temuan yang konsisten terhadap faktor kontinjen yang mampu menjelaskan kapan hubungan pergantian berdampak positif akan hadir di dalam perusahaan besar (Beatty & Zajac, 1987; Friedman & Singh, 1987; Furtado & Rozeff, 1987; Lubatkin, Chung, Rogers, & Owers, 1986; Reinganum, 1985). Lubatkin et al. (1989) menjelaskan bahwa paling tidak ada tiga alasan, untuk menginvestigasi

lebih lanjut kemungkinan bahwa pergantian eksekutif dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan besar. *Pertama*, bukti yang digabungkan dari dunia bisnis berada dalam posisi mendukung bahwa kepemimpinan dapat membuat sesuatu yang berbeda di dalam perusahaan besar. Seperti contoh, sulit untuk melupakan betapa berbedanya beberapa organisasi setelah pergantian, lihatlah bagaimana kontribusi Jack Welch di *General Electric*, John Opel di *IBM*, dan Lee Iacocca pada *Chrysler Corporation*.

Kedua, sebagian besar studi yang melupakan kinerja perusahaan sebelum mereka melakukan pergantian dan gagal memahami (tidak memasukkan) asal pengganti dalam sorotan (sebagai variable) penelitiannya. Penelitian pada perputaran perusahaan (Hofer, 1980; Schendel, Patton, & Riggs, 1976) dan pada kasus pergantian eksekutif (Dalton & Kesner, 1985) telah mengakui pentingnya dua faktor kontinjensi, seperti yang dilakukan oleh Hall (1987), dia mengakui bahwa pemimpin penting hanya pada saat perusahaan sedang dalam kondisi genting (krisis), berubah dan bertumbuh. *Ketiga*, beberapa keambiguan di sekitar isu hubungan pergantian dengan kinerja mungkin bermula dari pendefinisian kinerja keuangan. Studi yang mendefinisikan kinerja secara tradisional menggunakan ukuran akuntansi seperti *return on assets* atau menggunakan pengukuran berdasarkan pasar sekuritas seperti *abnormal returns*. Literatur keuangan pada saat ini telah mengembangkan kasus yang kuat untuk menggunakan ukuran pasar sekuritas yang disebut dengan *excess returns* (Scholes & Williams, 1977). *Excess return* adalah selisih positif yang diperoleh dari selisih kinerja portofolio dengan kinerja tolok ukur. Jadi misalnya kinerja portofolio 10% sementara kinerja tolok ukurnya 5%, maka

berarti kinerja portfolio tersebut memiliki alpha (*excess return*) sebesar 5%.

Kiritikan juga diberikan terhadap ukuran *abnormal returns* dan peneliti besar lebih lanjut menggunakan data pasar modal. Dengan ketersediaan data memungkinkan pada peneliti itu melakukan pengujian dengan menggunakan sampel besar. Studi saat ini telah mengembangkan usaha atas penelitian sebelumnya dengan menguji dua faktor yang diyakini menjadi penentu (*determinant*) penting terhadap pergantian pemimpin dan kepemimpinan, yaitu *organizational context* (yaitu kinerja sebelum pergantian) dan asal pengganti (yaitu *insider*-pihak dalam atau *outsider*-pihak luar). Variabel dependennya adalah *excess returns timeseries* untuk membedakan dampak pergantian dan dampak kepemimpinan jangka panjang, sementara variabel kontrolnya adalah ukuran perusahaan.

Asal CEO mengacu pada apakah CEO yang sedang menjabat adalah pekerja di perusahaan pada saat dia ditunjuk sebagai CEO (Kesner & Sebor, 1994). Asal memiliki implikasi penting untuk kekuasaan dinamis dalam kelompok manajemen puncak. Jaringan sosial yang terbangun dengan kuat dan koalisi di dalam perusahaan akan menjadi penentu utama siapa yang akan menjadi CEO (Jennings, 1971; Vancil, 1987 – dalam Lubatkin et al., 1989). Ketika dia dipromosikan menjadi CEO di perusahaan, pengganti dari dalam tidak hanya mendapat dukungan dari direktur eksternal, namun juga menjadi persetujuan dari kelompok manajemen puncak. Sebaliknya, ketika CEO dari luar masuk ke perusahaan, mereka kurang memiliki jaringan sosial dan koalisi internal. Dan karena CEO eksternal sering ditunjuk ketika perusahaan berkinerja buruk dan berharap dapat berganti saat mereka masuk perusahaan (Gabarro,

1987; Zajac, 1990). Dengan alasan ini, CEO baru yang berasal dari eksternal berada dalam tekanan untuk bertindak cepat dengan tujuan menstrukturisasi ulang kelompok manajemen puncak perusahaan (Gouldner, 1954; Helmich & Brown, 1972) dan akhirnya dapat membawa organisasi keluar dari kesulitan yang tengah dihadapi. Kondisi ini juga tidak jarang menjadi sumber konflik kepentingan antara CEO eksternal dengan eksekutif senior, karena CEO baru umumnya akan melakukan perubahan besar dalam konteks strategik organisasional, sementara eksekutif senior lainnya merasa keberatan dengan perubahan besar atas strategi manajemen yang telah mereka bangun selama ini. Inilah yang menjadi pemicu utama konflik dalam tim eksekutif baru yang diketuai oleh CEO eksternal.

Selanjutnya dibandingkan dengan pergantian internal, pergantian eksternal akan meningkatkan ketegangan di dalam kelompok manajemen puncak dan menempatkan CEO eksternal pada risiko yang lebih tinggi dalam pertarungan kekuasaan dengan eksekutif senior. Dengan berasumsi semua variabel adalah tetap, diharapkan semakin besar tingkat CEO yang diberhentikan akan diikuti dengan pergantian CEO yang berasal dari luar perusahaan yang akan membawa pembaruan ke dalam organisasi, sehingga organisasi dapat cepat keluar dari permasalahan yang sedang dihadapi.

Penelitian di manajemen strategik dan teori organisasi telah menilai bahwa dampak kinerja organisasi dapat digunakan (Bourgeois, 1981; Dutton, Fahey, & Narayanan, 1983; Litschert & Bonham, 1978). Perusahaan dapat menghasilkan sumber di atas kebutuhan mereka untuk membayar penyedia, mengembangkan pasar, menarik tenaga kerja, menjaga diri dari pesaing, dan lainnya yang

akan muncul sebagai “*slack*” di dalam aktivitas bisnis mendasar. *Slack* yang seperti ini akan memberikan organisasi untuk membuat suatu kemewahan dalam pembuatan keputusan yang didasarkan pada informasi yang diperoleh secara intensif (Fredrickson, 1985), menjaga stabilitas melewati waktu yang terkadang baik, dan terkadang buruk (Cyert & March, 1963), dan menjadikan modal pada biaya rendah dari *debt and equity markets* (Porter, 1985). *Slack* ini juga mungkin dapat membantu perkembangan perilaku kreatif (Bourgeois, 1981), suatu motivasi dan tekanan atas pekerjaa yang dilakukan (Gupta & Govindarajan, 1984), serta sebuah budaya yang yang berorientasi pada kemenangan dan keberhasilan.

7.2.3. Asal CEO Pengganti

Pergantian yang selanjutnya menempatkan CEO baru berasal dari dalam perusahaan ditujukan untuk mendukung asumsi bahwa pemimpin yang dikader akan menghasilkan kinerja yang tinggi, dan memiliki kesempatan besar untuk menghasilkan kinerja yang lebih baik di masa datang dibandingkan dengan yang tidak dikader. Bagaimanapun, kinerja yang rendah pasti akan mempengaruhi organisasi, meskipun proses ini mungkin tidak akan memiliki perbedaan yang signifikan jika penunjukkan CEO baru adalah individu yang berasal dari luar. Kinerja yang buruk ataupun yang baik berhubungan dengan banyak faktor, bukan semata dari asal CEO. Termasuk juga faktor perasaan (kenyamanan) yang mungkin memoderasi hubungan antara asal CEO dengan pencapaian kinerja, menjadi hal yang penting untuk dipertimbangkan dalam perumusan kinerja CEO baru. Studi yang dilakukan Cyert and March (1963) mengobservasi, kinerja yang buruk dapat memaksa manajer untuk berbuat sesuatu yang tepat, keputusan yang

berbeda dari yang telah dilakukan sebelumnya harus segera dilakukan karena mereka hanya memiliki margin yang sempit untuk melakukan kesalahan. Lubatkin et al.(1986) menemukan tidak ada hubungan, dan Friedman and Singh (1986) menemukan hubungan signifikan marjinal (pada level .10), dalam penjelasan ketika kinerja perusahaan sebelum pergantian adalah buruk, pasar bereaksi lebih cenderung ke arah positif.

Lubatkin et al. (1989) pada dasarnya lebih memandang kelemahan untuk pengganti yang berasal dari luar perusahaan. Mereka memunculkan beberapa argumen yang menggiring pembaca pada suatu simpulan satu sisi, yaitu keunggulan asal pengganti dari dalam dan kelemahan asal pengganti dari luar. Seperti kutipannya bahwa: penelitian sebelumnya juga mendukung adanya hubungan antara asal pengganti dengan kinerja perusahaan. Sebagai contoh, studi Kotter (1982) mengobservasi bahwa pihak luar kurang memahami bisnis perusahaan akan berkontribusi kecil terhadap organisasi dibanding dengan pihak dalam. Selanjutnya pihak luar memiliki dampak perubahan terhadap organisasi (Allen, Panian, & Lotz, 1979), yang mungkin akan memutar produktifitas ke arah negatif seperti penurunan di dalam moral dan peningkatan pergantian (Grusky, 1964). Akhirnya, penunjukkan pihak luar mungkin menjadi sinyal kejatuhan program perusahaan dalam *human-capital-investment* (seperti peningkatan keahlian dan kepemimpinan terhadap tenaga kerja) sehingga akhirnya akan memunculkan pertanyaan tentang kemampuan perusahaan untuk bersaing di masa datang (Furtado & Rozeff, 1987). Hal ini terasa kurang adil, karena kita masih dapat menemukan beberapa keunggulan asal pengganti dari luar. Dalam kondisi perusahaan berkinerja buruk dan pasar

memandang negatif terhadap perusahaan, maka pemilihan pengganti yang berasal dari luar akan direspon pasar secara positif karena dianggap pihak luar ini akan memiliki misi yang berbeda dari tim manajemen puncak perusahaan dan akan membawa perusahaan keluar dari kesulitan yang tengah dihadapi.

Dampak variabel lain yang terlihat di banyak studi kepemimpinan telah mengakui pentingnya ukuran perusahaan dimasukkan sebagai variabel kontrol. Sebagai contoh, perusahaan besar berhubungan dengan struktur kekuasaan yang membantu memisahkan manajemen puncak dari tekanan luar. Sebagai hasilnya, perusahaan besar sepertinya akan memilih pengganti yang berasal dari dalam dibanding dengan perusahaan kecil (Dalton & Kesner, 1983; Furtado & Rozeff, 1987) dan sepertinya untuk meminimalkan dampak dampak pemimpin baru terhadap kinerja perusahaan (Hall, 1987; Hannan & Freeman, 1977). Meskipun sebagian besar studi pergantian tidak secara baku mengontrol sampel dengan menggunakan ukuran perusahaan, namun ukuran merupakan variabel kontrol yang penting. Studi Furtado and Rozeff (1987) memasang kategori kontrol untuk membagi ketidakseragaman sampel menjadi dua grup, besar dan kecil, dan selanjutnya memperlihatkan *abnormal return* untuk masing-masing grup.

Bagi peneliti di USA yang membutuhkan asal CEO pengganti, dapat melakukan identifikasi dari *Forbes's annual June issues*. Seperti yang dilakukan Lubatkin et al. (1989), yang mengidentifikasi 1,187 pergantian CEO selama periode 1971-85. Mereka mengeluarkan sampel untuk perusahaan yang memiliki *confounding announcements* atau kejadian besar perusahaan lainnya selama periode 2 bulan

(50 hari perdagangan) sebelum pengumuman pergantian dilakukan ($t - 50$, $t - 1$). Juga mengeluarkan perusahaan yang melakukan kejadian penting atas perusahaan selama 200 hari perdagangan setelah masa pergantian. Total akhir dari indentifikasi diperoleh 573 kasus.

Semua ukuran pasar modal, termasuk *excess returns*, terancam kejadian yang bersifat *shortcoming*: Artinya mereka hanya dapat diestimasi sebagai variabel yang memiliki dampak atas keseluruhan kejadian yang tidak dapat diantisipasi. Sementara kejadian pergantian bukanlah suatu kejadian yang tidak dapat diantisipasi, pergantian adalah kejadian yang murni direncanakan dan seharusnya perusahaan mengerti dampak dan dapat mengantisipasinya. Oleh sebab itu, Lubatkin et al. (1989) menggunakan *long window* pada penelitiannya ini untuk mendapat gambaran yang lebih baik atas dampak kepemimpinan terhadap isu pergantian.

Konteks kinerja perusahaan pada saat pergantian diperkirakan dengan kumulasi *excess returns* selama 200 hari perdagangan (kira-kira 9.5 bulan). Asal pengganti CEO ditentukan dalam katagori garis lurus untuk menghindari kekaburan perbedaan antara pihak dalam dan pihak luar perusahaan. Lubatkin et al. (1989) mendisain katagori dalam dan luar dengan menggunakan batas masa kerja paling tidak lima tahun di dalam perusahaan. Dalam perhitungannya, asal merupakan variabel dummy dikotomi, dikodekan 0 jika pengganti berasal dari dalam dan 1 jika pengganti berasal dari luar perusahaan.

Variabel independen terakhir yang digunakan Lubatkin et al. (1989) adalah ukuran perusahaan, yang dimasukkan ke dalam persamaan regresi berganda. Peneliti melakukan

pengukuran dengan mengkalkulasikan logaritma untuk masing-masing kapitalisasi pasar modal perusahaan (harga per lembar saham x saham beredar), pada hari terakhir perdagangan ditahun sebelum penunjukkan CEO.

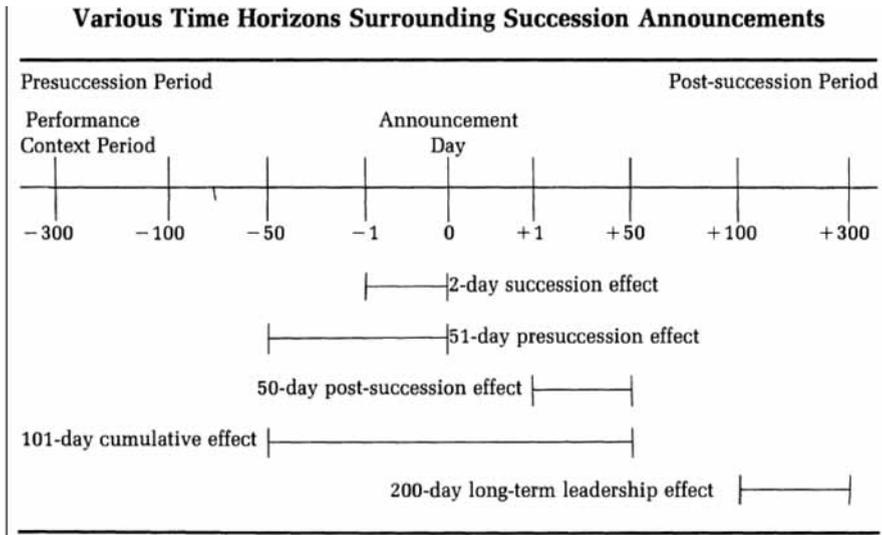
Gambar 7.1. pada bagian ini memperlihatkan 5 harizon waktu.

- a. Horizon pertama: periode 2 hari disekitar pengumuman ($t - 1, t = 0$), yang $t = 0$ sebagai hari pengumuman pergantian dipublikasikan di masyarakat dan $t - 1$ adalah hari perdagangan terakhir sebelum hari pengumuman. Hasil pada analisis pendek seharusnya dapat menangkap persepsi investor tentang dampak pergantian terhadap masa depan earnings perusahaan.
- b. Horizon kedua: periode 51 hari perdagangan ($t - 50, t = 0$); didisain untuk menangkap kesadaran pasar lebih awal terhadap perubahan kepemimpinan, meskipun peneliti sendiri menyadari bahwa tidak mungkin dapat secara tepat mengidentifikasinya.
- c. Horizon ketiga: periode 50 hari perdagangan setelah pergantian untuk menguji *excess returns* yang mengikuti hari pengumuman pergantian kepemimpinan.
- d. Horizon ke-empat adalah periode 101 hari perdagangan di sekitar pergantian ($t - 50, t + 50$) dan memasukkan kumulasi return pada horizon 2 dan horizon 3.
- e. Horizon kelima yaitu periode 200 hari perdagangan ($t + 100, t + 300$) yang menangkap kinerja perusahaan di sekitar pergantian kepemimpinan, dimulai dari 100 hari setelah pengumuman pergantian. Periode ini harus bisa menangkap tren jangka panjang atas persepsi investor. Selanjutnya, hasil pada horizon kelima ini juga dapat

menjelaskan dampak kepemimpinan ketika seorang pemimpin baru membuat perubahan substansial di dalam wilayah strategik dan operasional.

Gambar 7.1.

Lima Horizon Lubatkion et al. (1989) di Sekitar Pengumuman Pergantian Kepemimpinan



Sumber: Horizon Lubatkion et al. (1989)

Dari analisis terhadap 477 kasus pergantian, 305 perusahaan (65%) berkinerja lebih kecil dibanding dengan perusahaan yang sama risiko selama periode pergantian. Penunjukkan pihak dalam adalah sebanyak 423 (89%) perusahaan dan sisanya dari luar (11%). Hal ini konsisten dengan temuan pada pergantian di perusahaan besar lainnya, seperti Beatty and Zajac (1987) yang menemukan bahwa sampel yang memutuskan pengganti dari luar adalah sebanyak 12% dan Friedman and Singh (1987) menemukan sebanyak 15%. Juga, Furtado and Rozeff

(1987) menemukan ukuran perusahaan meningkat dan menunjukkan dari pihak dalam menurun.

Secara keseluruhan, kinerja buruk yang ditunjukkan sebelum perubahan CEO, menunjukkan pihak luar yang rendah, dan bahwa keseluruhan sampel yang terkumpul adalah yang berasal dari industri besar. Tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata investor menurunkan harapan terhadap earnings, yang terlihat dari menurunnya harga saham perusahaan rata-rata 1% sebelum periode pengumuman ($p < .01$) dan bertambah 3.5% selama periode 50 hari setelah pengumuman ($p < .01$). Temuan ini ini menyarankan bahwa investor tidak memandang pada pergantian CEO sebagai sesuatu yang penting atau hanya memandang pergantian sebagai ritual *scapegoating* (Gamson & Scotch, 1964).

Seperti yang diharapkan, kinerja perusahaan selama periode sebelum pergantian mempengaruhi penilaian investor terhadap perubahan eksekutif, paling tidak pada periode 51 hari sebelum pergantian. Selama periode itu dampak *excess returns* positif dan signifikan ($p < .05$), mengindikasikan bahwa semakin baik kinerja perusahaan sebelum pergantian CEO, dan semakin menguntungkan mempengaruhi investor untuk berubah. Namun begitu, variabel independen tidak terlihat sebagai hal yang penting dalam persepsi manajer selama 50 hari setelah periode pergantian. Dan periode 2 hari pengumuman memperlihatkan bahwa nilai informasi yang dikeluarkan sehubungan dengan pergantian sangat berkurang pada saat kejadian. Begitu juga dampak 200 hari setelah pergantian memperlihatkan hubungan yang lemah dan berlawanan ($p < 0.10$). Lubatkin et al. (1989) akhirnya menjelaskan bahwa hasil temuan mereka memperlihatkan, sehubungan dengan kasus penunjukkan dari luar memperlihatkan dampak yang

positif dan signifikan terhadap ekspektasi investor ada semua batasan waktu.

7.2.4. Asal Komisaris

Paper ini melakukan studi longitudinal dalam perspektif kekuasaan (power), yang menguji anteseden pemberhentian CEO yang diikuti dengan penggantian dari dalam. Studi ini menggarisbawahi adanya konflik kepentingan dan persaingan pada manajemen puncak perusahaan. **Shen and Cannella - SC** (2002) menawarkan asal CEO, masa kerja CEO, CEO yang direktur non-internal, dan kepemilikan eksekutif senior yang menjadi anteseden penting terhadap pemberhentian CEO. Bukti dari sampel 387 pada perusahaan besar di US memperlihatkan bahwa eksekutif senior non-CEO sering memainkan peranan penting dalam pemberhentian CEO.

Fokus penelitian pergantian dan tata kelola saat ini, seperti yang dijelaskan di dalam SC, sebagian besar mengamati masalah dampak kekuasaan dalam pemberhentian CEO dan keputusan pergantian (Boeker, 1992; Boeker & Goodstein, 1993; Cannella & Lubatkin, 1993; Cannella & Shen, 2001; Ocasio, 1994; Zajac & Westphal, 1996). Teori politik organisasional menggarisbawahi konflik kepentingan dan pertarungan kekuasaan dalam organisasi, khususnya di sejumlah eksekutif senior (Lazear & Rosen, 1981; Pfeffer, 1981). Ocasio (1994), menggambarkan sirkulasi teori kekuasaan yang dijelaskan Pareto's (1968), melaporkan bahwa sepertinya pergantian CEO disejumlah perusahaan berhubungan dengan kinerja buruk yang meningkat dengan proporsi jumlah direktur dari internal perusahaan. Para peneliti mencatatkan bahwa kehadiran CEO yang bukan direktur internal dapat membantu

fungsi pengawasan sistem internal dan menurunkan biaya keagenan yang membengkak karena pemisahan antara pemilik dan pengawasan majerial.

SC menambahkan bahwa kekuasaan dinamis pada manajemen puncak akan mempengaruhi terjadinya pemberhentian CEO, dan selanjutnya memilhkan pengganti. Ketika eksekutif senior menantang CEO, dan memenangkan dukungan dari direktur eksternal, CEO akan segera diberhentikan, dan seorang yang bernilai bagi eksekutif akan dipromosikan untuk menjadi pengganti. Skenario ini sangat berbeda dengan pendapat yang secara luas dijelaskan di dalam literatur tata kelola, yang mana direktur eksternal akan mengajukan pertandingan kekuasaan dengan CEO, atau sejumlah manajer puncak sehubungan dengan memburuknya kinerja dan menunjuk pengganti dari luar perusahaan sebagai pengganti (Boeker & Goodstein, 1993; Cannella & Lubatkin, 1993; Weisbach, 1988). SC (2002) berkeyakinan bahwa empat faktor yang merefleksikan kekuasaan dinamis yang meningkat antara CEO dengan eksekutif senior.

7.2.5. Masa Kerja CEO

Masih mengacu pada studi SC (2002), terdapat fakta bahwa CEO yang baru membutuhkan waktu untuk membangun otoritas mereka pada posisi puncak (Selznick, 1957). Hal ini memberikan kesempatan kepada eksekutif senior yang ambisi untuk menantang mereka pada periode awal masa kerja. Jika CEO yang sedang menjabat itu mampu membuktikan bahwa mereka memiliki kapasitas kepemimpinan dan dapat membangun otoritas mereka di lingkungan kerja, kesempatan eksekutif senior untuk berhasil dalam menantang CEO semakin menurun tajam

(Ocasio, 1994). Selanjutnya, CEO seperti menghadapi resiko yang lebih tinggi pada pertarungan kekuasaan dengan eksekutif senior pada tahun-tahun pertama mereka menjabat, dan SC berharap melihat tingkat pemberhentian CEO yang tinggi diikuti dengan pergantian internal selama periode itu.

7.2.6. Non-CEO Inside Directors

Direktur internal adalah direktur yang juga eksekutif perusahaan. Meskipun keefektifan direktur internal di dalam tata kelola secara luas dipertanyakan (Walsh & Seward, 1990), teori menekankan adanya konflik kepentingan dan kompetisi manajerial dan menyarankan bahwa kehadiran direktur internal yang bukan CEO penting keberadaannya untuk dinamika kekuasaan di dalam manajemen puncak.

Melalui direktur internal yang bukan CEO, direktur eksternal dapat mengurangi keyakinan mereka terhadap CEO dan lebih memampukan untuk memperoleh informasi yang akurat tentang CEO dan kegiatan perusahaan (Baysinger & Hoskisson, 1990). Selanjutnya CEO seperti di bawah pengawasan melekat ketika terdapat senior eksekutif dari luar.

7.2.7. Non-CEO Executive Ownership

Sebagaimana pentingnya sumber kekuasaan (Finkelstein, 1992), pemilik saham akan mempengaruhi dua hal, dorongan eksekutif senior yang harus menantang CEO mereka dan kredibilitas mereka untuk melakukan itu. Eksekutif senior sebagai pemilik saham meningkatkan pengaruh mereka di dalam pemilihan pengganti internal ketika terjadi pemberhentian CEO (Boeker & Goodstein, 1993). Sebagai tambahan, pemilik saham memberi eksekutif

senior tambahan insentif keuangan untuk mengawasi CEO dan selanjutnya memperlemah pengaruh CEO terhadap mereka. Kepemilikan saham oleh eksekutif dilaporkan menurunkan masalah agensi di dalam strukturisasi ulang perusahaan (Johnson, Hoskisson, & Hitt, 1993). *Ceterisparibus*, SC berharap tingkat CEO yang diberhentikan semakin meningkat diikuti dengan pergantian internal disejumlah perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham oleh non-CEO yang semakin tinggi.

Mengidentifikasi CEO yang berhenti merupakan tantangan besar dalam penelitian pergantian dan tata kelola karena perusahaan jarang secara jelas mengungkapkan alasan sesungguhnya di balik keluarnya CEO (Denis & Denis, 1995; Fredrickson, Hambrick, & Baumrin, 1988; Weisbach, 1988). Karena hal itu penting bagi penelitian ini SC melakukan dua pendekatan untuk mengidentifikasi pemberhentian CEO.

Pendekatan pertama adalah bersandar pada laporan dari surat kabar (Parrino, 1997). SC mencari database Dow Jones untuk mengumpulkan semua laporan tentang setiap CEO yang dipilih perusahaan selama periode 3 tahun, dari satu tahun sebelum hingga satu tahun setelah CEO dipilih. Selanjutnya, SC menganalisis laporan surat kabar dan menggunakan 3 kriteria untuk mengidentifikasi pemberhentian. Pertama, CEO secara langsung diumumkan dipecat atau diberhentikan. Kedua, CEO dilaporkan keluar secara tiba-tiba, tanpa diharapkan, bertanggung jawab atas kinerja perusahaan yang memburuk, tidak mengungkapkan alasan pribadi, atau berharap untuk mendapat keinginan lain. Terakhir, SC memasukkan masing-masing CEO yang dilaporkan melakukan pensiun dini dan terjadi pembahasan tentang masalah kinerja sebagai alasan pemberhentian.

Pendekatan kedua, SC menggunakan usia CEO dan keberlanjutan sebagai anggota dewan pada saat pergantian untuk mengidentifikasi pemberhentian. Karena banyak perusahaan yang memiliki kebijakan pensiun yang dipisahkan dari pemberhentian (Ocasio 1994; Puffer & Weintrop 1991). Usia 64 tahun sering digunakan sebagai titik pisah batas untuk membuat keputusan CEO sebagai orang yang meninggalkan perusahaan sebagai diberhentikan atau sebagai orang yang pensiun.

Variabel Kontrol yang Digunakan di dalam Penelitian Shen and Cannella - SC (2002)

- a. SC memilih ukuran kinerja akuntansi, *return on assets (ROA)*, dan dihitung dari *income before extraordinary items* dan *discontinued operations* dibagi dengan *net assets*.
- b. Ukuran kinerja pasar yang digunakan *shareholder returns*, dan diukur dengan menyusun return harian pemegang saham yang dilaporkan CRSP sepanjang tahun fiskal. Untuk memisahkan dampak kekuasaan dari *human capital* CEO, SC mengontrol untuk pengalaman CEO terhadap industri tertentu. Pengalaman industri dikodekan 1 ketika CEO lebih 5 tahun berpengalaman di industri (sudah ada diperusahaan) pada saat dia ditunjuk, dan 0 selain itu.
- c. Dia variabel, proporsi direktur eksternal dan direktur eksternal selaku pemilik saham, yang sudah digunakan secara luas dalam studi terdahulu (Boeker & Goodstein, 1993; Johnson et al., 1993; Lorsch & MacIver, 1989; Ocasio, 1994; Weisbach, 1988). Karena SC memasukkan proporsi untuk *non-CEO in-side directors* sebagai prediktor, SC memilih untuk memasukkan

outside director stock ownership sebagai kontrol. Ukuran ini dihitung dari proporsi saham beredar perusahaan yang dimiliki oleh direktur yang tidak diperusahaan saat ini atau masa lalu.

- d. Untuk mengontrol dampak kekuasaan CEO, SC mengumpulkan informasi tentang duality CEO (Finkelstein & D'Aveni, 1994) dan kepemilikan saham CEO (Boeker, 1992). Duality diukur sebagai variabel dummy dengan nilai 1 ketika CEO juga memegang titel chairman pada dewan, dan 0 selainnya. Kepemilikan saham oleh CEO dihitung dari proporsi saham beredar perusahaan yang dimiliki CEO.
- e. Akhirnya, ukuran perusahaan mungkin mempengaruhi kekuasaan yang dinamis, karena proses pergantian CEO pada perusahaan besar mungkin sesuatu yang formal atau institusionalisasi (Ocasio, 1999; Vancil, 1987). SC menggunakan ukuran perusahaan yang diukur dengan natural logarithm dari total sales dan memasukkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

SC memberikan temuan bahwa dampak positif non-CEO inside directors pada pemberhentian yang diikuti dengan pergantian internal tidak merefleksikan adanya kekuasaan yang dinamis antara CEO dan eksekutif senior. Hasil SC tentang dampak CEO eksternal dan awal masa jabatan CEO memberikan informasi yang sangat penting dan berguna. Dampak positif terhadap CEO eksternal pada pemberhentian diikuti oleh penghilangnya pergantian internal ketika return pemegang saham digantikan dengan ROA sebagai ukuran kinerja. Hasil ini signifikan, dampak negatif pada return pemegang saham yang menyarankan bahwa T semakin tinggi resiko pemberhentian CEO yang diikuti dengan pergantian internal yang dihadapi oleh CEO

eksternal sebagai konsekuensi utama pada kinerja yang rendah perusahaan. Bagaimanapun, ketika pemberhentian CEO diuji secara bersama, SC tetap menemukan risiko yang lebih tinggi pada pemberhentian sejumlah CEO eksternal meskipun dikontrol dengan kinerja akuntansi dan pasar perusahaan, serta pengalaman industri CEO. SC berspekulasi bahwa resiko yang lebih tinggi ini pada pemberhentian CEO eksternal karena mereka kurang memiliki jaring sosial dan kekuasaan di dalam perusahaan yang baru. Masa jabatan di awal kepemimpinan CEO menunjukkan suatu konsistensi dan dampak positif pada pemberhentian yang diikuti pergantian internal dan eksternal. Temuan ini secara proporsional membenarkan bahwa sesungguhnya CEO berada dalam posisi yang lemah dan dalam pertarungan kekuasaan yang tinggi pada awal tahun masa jabatannya (seperti dalam Ocasio, 1994).

Dua variabel kontrol untuk aspek kekuasaan CEO menyediakan *clue* tambahan bahwa kekuasaan dinamis berada pada top pimpinan perusahaan. Kepemilikan saham CEO menunjukkan dampak negatif pada pemberhentian yang diikuti oleh pergantian internal, tetapi menunjukkan tidak ada dampak pada pergantian eksternal. Hasil ini mengisyaratkan bahwa kepemilikan saham meningkatkan pengaruhnya terhadap CEO dalam pimpinan puncak. CEO *duality* menunjukkan dampak negatif pada pemberhentian yang diikuti oleh pergantian eksternal dan beberapa berdampak positif pada pergantian yang diikuti oleh pergantian internal. Selanjutnya, SC mengira bahwa kepemilikan saham dan *duality* memainkan peran berbeda atas kesepakatan CEO dengan eksekutif senior. Akhirnya, dampak negatif pada ukuran perusahaan memperlihatkan bahwa pertarungan kekuasaan di dalam manajemen puncak

lebih sering pada perusahaan yang lebih kecil. Alasan mengapa pertarungan kekuasaan lebih sering terjadi pada perusahaan yang lebih kecil adalah karena perusahaan memiliki sumber daya yang cukup banyak sehingga mudah menemukan pengganti atas pergantian yang terjadi.

7.2.8. Pendidikan

Studi **Datta and Guthrie – DG** (1994) melakukan pengujian anteseden organisasional atas karakteristik demografi CEO yang diganti. Studi ini secara umum menemukan bahwa kondisi anteseden pada perusahaan yang profitnya menurun dan perusahaan yang bertumbuh berhubungan dengan pemilihan CEO dari luar. Pemilihan CEO merupakan keputusan penting bagi organisasi dengan implikasi penting yang diharapkan yaitu efisiensi. Sesuatu yang diharapkan dari pemilihan CEO adalah diperolehnya CEO yang pas antara karakteristik perusahaan dan individual yang menduduki posisi sebagai CEO. Sebagaimana yang disarankan oleh para teoritis organisasional (seperti, Pfeffer and Salancik, 1978), bahwa perusahaan menampilkan karakteristik yang berbeda pada operasi di dalam konteks yang berbeda, mungkin akan menyewa pimpinan dengan latar belakang dan keahlian yang berbeda.

Topik penting di dalam pergantian CEO adalah dengan menguji hubungan antara faktor organisasional dan karakteristik latar belakang CEO yang baru dipilih. Paper ini menguji apakah hubungan yang terjadi antara sekelompok anteseden organisasional terhadap pergantian (diproksikan dengan variabel pertumbuhan perusahaan, profitability dan intensitas R & D) dan karakteristik CEO terpilih (dari dalam/luar, pengalaman fungsional dan tingkat pendidikan)

mengarahkan pada sebagian besar sampel secara signifikan pada perusahaan di Amerika Serikat.

Pemilihan eksekutif menyangkut pertimbangan apakah berasal dari dalam atau dari luar perusahaan. Umumnya, menyewa eksekutif yang berasal dari internal perusahaan mengacu pada pemikiran yang mengarah pada beberapa hasil yang positif, termasuk mengurangi biaya yang berhubungan dengan sosialisasi, pergantian dan kesalahan pemilihan (Zajac 1990) dan peningkatan kemampuan untuk menarik dan mempertahankan karyawan (Friedman 1991). Penekanan pada pihak internal juga memiliki nilai keuntungan potensial yang berhubungan dengan pengetahuan spesifik perusahaan, karena pengenalan dengan baik terhadap produk, pasar, teknologi dan prosedur standar operasi umumnya akan bertambah seiring dengan masa kerja di organisasi (Gupta 1984). Namun, pada kondisi tertentu mungkin pengalaman jangka panjang industri atau organisasi tidak sejalan dengan fungsinya. **Teori equilibrium organisasional** (March and Simon 1958) menyatakan bahwa semakin lama masa kerja anggota organisasi, semakin kecil kemenarikan atau ide-ide inovatif yang mereka hasilkan dibandingkan pada saat dihadapkan pada situasi baru (Helmich 1977). Hambrick and Mason (1984) menyatakan bahwa eksekutif yang banyak menghabiskan masa karir mereka pada satu organisasi dapat diasumsikan memiliki perspektif yang relatif terbatas.

Sebaliknya, organisasi yang menyewa manajer puncak yang berasal luar organisasi menganut aliran pemikiran perspektif yang lebih luas dan cenderung untuk berubah. Wiersema and Bantel (1992) menemukan bahwa masa kerja berhubungan negatif dengan perubahan strategi,

sementara, Miller (1991) menyimpulkan bahwa CEO dengan masa kerja yang lebih panjang mengalami “kebosanan di atas tempat duduknya” (*stale in the saddle*). Ocasio (1993) juga mendapatkan hasil studi yang konsisten dengan temuan-temuan ini. Namun, pilihan atas calon yang berasal dari dalam dan luar perusahaan ini niscaya dipengaruhi oleh harapan perusahaan untuk mencapai tingkat kinerja yang diharapkan.

DG (1994) menyatakan bahwa kondisi anteseden pertumbuhan perusahaan mungkin memiliki dampak pada pilihan terhadap calon dari dalam vs. dari luar perusahaan. Meskipun beberapa bukti menyarankan bahwa semakin besar perusahaan akan semakin mempercayakan kepada keahlian eksekutif dari dalam perusahaan (Dalton and Kesner 1983), pada sebagian pergantian lainnya mungkin akan mengarah pada hasil yang berlawanan untuk pertumbuhan perusahaan. Helmich (1974) berargumen bahwa adaptasi melalui pergantian pasti memiliki manifestasi yang tidak menyenangkan terhadap hubungan dengan pertumbuhan organisasi. Pihak luar lebih merepresentasikan respon penyesuaian terhadap pertumbuhan organisasi, dan ini tidak ditemui pada pihak dalam. Walaupun manajer puncak dianggap sebagai orang yang berpandangan umum, namun sebagai individu manajer adalah orang yang biasanya memiliki spesifikasi fungsional (Hambrick and Mason, 1984 dan Gupta, 1984) dan akan membawanya ke pekerjaan, sikap dan keahlian yang dibentuk oleh pengalaman pada area fungsional utama mereka. DG (1994) juga menghipotesiskan bahwa perusahaan yang memiliki intensitas biaya R & D yang lebih besar sepertinya akan menyewa CEO yang memiliki pengalaman utama di area fungsi teknis. Argumen yang

digunakan mereka mengacu pada Wiersema and Bantel (1992), latar belakang pada area keilmuan (*science*) atau keahlian teknik adalah konsonan (sangat menekankan) pada “kemajuan, pembaharuan, dan perbaikan. Hambrick et al. (1992) mendiskusikan persyaratan manajer menekankan pada karakteristik unik pada perusahaan yang berteknologi tinggi. Pada studi yang didasarkan pada survey yang *cross-sectional*, mereka menemukan bahwa perusahaan yang berada pada tingkat yang relatif tinggi pada pembiayaan R & D, cenderung memiliki CEO dengan pengalaman fungsional teknik. DG (1994) menguji apakah hubungan ini terjadi pada saat pergantian terjadi, yang mana perusahaan dengan biaya R & D secara intensif akan lebih memilih CEO yang memiliki pengalaman teknis (R & D, keahlian teknik atau manufaktur).

Tingkat Pendidikan

Tetap pada studi DG (1994), latar belakang pendidikan sudah banyak didiskusikan di dalam literatur penelitian terdahulu. Umumnya literatur menyamakan tingkat pendidikan sebagai kemampuan kognitif, kapasitas untuk memproses informasi, toleransi pada keambiguan dan kecenderungan pada pembaharuan (Bantel and Jackson, 1989; Guthrie, Grimm, and Smith, 1991; Hambrick and Mason, 1984; Wiersema and Bantel, 1992). Untuk contoh, Hambrick and Mason (1984: 200) secara formal mengajukan bahwa beberapa, namun tidak secara umum, pendidikan formal tim manajemen akan berhubungan positif dengan pembaharuan. Pada studi yang mengambil sampel industri perbankan, Bantel and Jackson (1989) menemukan bahwa bank bersifat pembaharuan dipimpin oleh manajer puncak yang memiliki tingkat pendidikan yang relatif tinggi. Pendidikan manajer puncak juga secara

empiris dengan kecenderungan pada penyimpangan dari *status quo* dan mengimplementasikan perubahan strategi (Wiersema and Bantel 1992).

Karakteristik CEO yang digunakan dalam studi DG ini konsisten dengan yang digunakan oleh Chaganti and Sambharya (1987) dan Vancil (1987), CEO yang memiliki masa kerja dalam organisasi yang kurang dari 5 tahun dikategorikan sebagai pihak luar (*outsiders*). Eksekutif dengan latar belakang dalam keahlian teknik atau penelitian dan pengembangan manufaktur atau produksi dikategorikan memiliki latar belakang teknikal. Level pendidikan yang digunakan DG (1994) mengikuti ukuran Guthrie et al. (1991), yang mana tingkat pendidikan CEO diestimasi menggunakan kriteria (diestimasi tahun pendidikannya): doctoral degree (21); masters degree (18); other graduate degree (18); bachelors degree (16); some college (14); high school diploma (12).

Hasil statistika yang dihasilkan dari pengujian hipotesis peneliti DG (1994) pada Tabel 7.1. memperlihatkan bahwa pemilihan CEO dari dalam perusahaan berhubungan dengan ukuran perusahaan. Latar belakang pengalaman fungsional berhubungan dengan ukuran perusahaan dan profitabilitas. Sementara tingkat pendidikan CEO berhubungan dengan intensitas R & D. Ketiga hasil pengujian hipotesis signifikan pada level ($p < 0,01$) sehingga ketiga hipotesis penelitian DG diterima.

Tabel 7.1.
Results of regression analysis: CEO characteristics

	Insider		Technical background		Education level	
	Logistic regression Coeff	Chi-Square	Logistic regression Coeff	Chi-square	OLS regression Coeff	t-statistic
Firm size	0.49	9.84**	0.32	6.74**	0.04	0.55
Firm age	0.01	0.39	0.00	0.00	-0.01	-0.63
Profitability	10.17	8.69**	-8.04	7.95**	-3.97	-2.25*
R&D intensity	0.12	0.00	11.66	6.13*	11.28	3.79***
Firm growth	-0.82	4.16*	0.01	0.00	-0.05	-0.27
Intercept	-0.62	0.99	-1.30	6.18*	17.19	52.60***
Model statistics:						
-2 Log likelihood		36.32***		21.70***		
R ²						0.10***
N		195		192		186

***p < 0.001, **p < 0.01, *p < 0.05.

Sumber: Datta and Guthrie (1994)

Meskipun pertentangan pada dampak eksekutif terhadap kinerja organisasional masih terbuka saat ini, peneliti sependapat bahwa pergantian eksekutif menjadi kejadian penting di dalam dunia bisnis organisasi. Pemilihan CEO baru merupakan keputusan penting, yang memiliki implikasi bagi kinerja organisasi di masa datang. Bagaimanapun, belum terdapat konsistensi persetujuan apakah atribut eksekutif berhubungan dengan keberhasilan organisasi. Untuk menguji hubungan ini, survey dilakukan pada organisasi Lithuanian, organisasi yang berkembang pesat dan memiliki pengalaman pergantian CEO dalam 3 ahun terakhir.

Penelitian terakhir yang dilakukan oleh Rafanaviciene (2009) fokus pada atribut pengganti eksekutif, contoh: karakteristik, seperti *age*, *tenure*, *experience*, *origin* dan *skills* serta *traits* dari seorang pengganti sehubungan dengan kinerja organisasi. Menurut Khurana (2002), sulit untuk menguji apakah atribut CEO dibutuhkan untuk

meningkatkan kinerja, dan itu membuat keputusan untuk menunjuk pengganti dari CEO yang pergi. Temuan yang menunjukkan hubungan atribut pengganti eksekutif dan kinerja organisasional adalah tidak konsisten. Hal ini juga bernilai untuk disebutkan, bahwa variabel dependennya adalah kinerja organisasional yang secara luas diestimasi di bawah gambaran keuangan, seperti *return on sales*, *return on assets*, *profit*, *turnover*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Finkelstein and Hambrick (1996) dan Giambatista and Rowe (2005), bahwa perubahan CEO akan menentukan perbedaan di dalam luaran kinerja organisasional, sedang Gursky (1964), Allen and Panian (1979), serta Pfeffer (1981) menyatakan bahwa pergantian hanya memiliki dampak yang lemah bahkan tidak berdampak terhadap kinerja organisasi.

Atribut CEO Pengganti

Eksekutif pengganti dipandang sebagai seorang yang akan memimpin organisasi dan dia akan menjadi personil yang menentukan organisasi di masa datang. Kualitas menjadi hal yang penting bagi manajer, dapat berbeda sebagai hasil dari tindakan terhadap perubahan lingkungan dan mengubah kebutuhan organisasi (Zuperkiene and Zilinskas, 2008; Harmaakorpi, Niukkanen, 2007 – dalam Rafanaviciene 2009). Rafanaviciene selanjutnya menjelaskan bahwa penelitian yang menggunakan atribut eksekutif semakin meluas (Datta, Guthrie, 1994), beberapa peneliti fokus pada asal pengganti (Grusky, 1964; Carlson, 1961; Zhang, Rajagopalan 2003; Hambrick, 1991; Zajac, Westphal, 1996; Kesner, Sebora, 1994; Shen, Cannella, 2002; Finkelstein, Hambrick, 1996), sebagian lainnya konsentrasi pada karakteristik pengganti seperti *age*, *tenure*, *education*, *gender* (Finkelstein, Hambrick, 1996; Gabarro,

1986; Wiersema, Bantel, 1992). Secara relatif hanya sedikit studi yang menggali keahlian dan ciri pengganti (Ancona et al., 2007; Stogdill, 1974; Yukl, 2006; Fondas, Wiersema, 1997; Carmi, Tishler, 2006, Jonhson, 2006).

Menurut Datta and Guthrie (1994), latar belakang pendidikan dapat mengindikasikan pengetahuan dan keahlian manajer. Pendidikan umumnya dihubungkan dengan kemampuan kognitif, kapasitas untuk memproses informasi, toleransi pada keambiguan, dan penerimaan atas pembaharuan (Hambrick, Mason, 1984; Wiersema, Bantel, 1992 studi sebelumnya menyarankan bahwa pihak eksternal dipilih sebagai pengganti eksekutif ketika organisasi berkinerja buruk dan membutuhkan perubahan srategik, sementara pihak internal dipilih ketika organisasi berharap untuk meneruskan strategik organisasi yang lama (Boeker, 1997; Boeker, Goodstein, 1993; Brady, Helmich, 1984; Zajac, 1990). Namun, studi yang terbaru menyarankan bahwa tidak selalu kasus pengganti dari internal menjaga arah strategik (Shen, Cannella, 2002), dan pergantian eksternal tidak dapat selalu diasumsikan optimal dan efisien di dalam membawa perubahan (Khurana, 2002).

Tabel 7.2.
Atribut Eksekutif Pengganti

Attributes of executive successor	Contributors
<i>Skills of successor, traits of successor</i>	Ancona et al., 2007; Stogdill, 1974; Yukl, 2006; Fondas, Wiersema, 1997; Carmi, Tishler, 2006, Jonhson, 2006
<i>Origin</i>	Grusky, 1964; Carlson, 1961; Zhang, Rajagopalan 2003; Hambrick, 1991; Zajac, Westphal, 1996; Kesner, Sebor, 1994; Shen, Cannella, 2002; Finkelstein, Hambrick, 1996
<i>Age, gender, tenure, education</i>	Finkelstein, Hambrick, 1996; Gabarro, 1986; Wiersema, Bantel, 1992

Sumber: Rafanaviciene (2009)

Sebagian besar studi yang menggunakan variabel kinerja organisasional mendefinisikan kinerja sebagai variabel dependen dan mencari variabel yang akan membuat suatu perbedaan di dalam luaran kinerja. Kinerja manajemen merupakan pendekatan dari perspektif yang berbeda (Verweire, 2004). Dalam pemikiran tradisional, kinerja manajemen adalah A) finance perspective; B) control perspective; C) operational level perspective; D) managing risk and managing value perspective.

Peneliti yang khusus memberikan perhatian pada keuangan yang berdampak terhadap organisasi (Zhang and Rajagopalan, 2004; Shen and Cannella, 2003; Kato and Long, 2006; dan Allen and Panian, 1979) menggali hubungan antara atribut pengganti eksekutif dan kinerja organisasional. Satu penjelasan yang lebih bermanfaat terhadap mengapa ukuran keuangan digunakan lebih banyak untuk menjelaskan dampak pergantian pada kinerja organisasional, adalah bahwa ukuran keuangan memberikan bahasa umum untuk digunakan di dalam menganalisis dan membandingkan perusahaan (Verweire, 2004). Juga telah dilakukan kesepakatan, bahwa sebagian besar pemberhentian secara paksaan disebabkan oleh kinerja perusahaan yang semakin memburuk, dan selanjutnya, suatu hal yang logis untuk menilai keuangan perusahaan di masa datang setelah pergantian dilakukan. Terdapat hubungan kuat antara pergantian eksekutif dengan kinerja keuangan organisasional di dalam studi yang dilakukan Kato, Long (2006), Friedman (1986), Finkelstein, Hambrick (1996), sementara Grusky (1963), dan Allen et al. (1979) memberikan temuan hubungan yang lemah terhadap indikator keuangan seperti dalam Tabel 7.3.

Riset kuantitatif diterapkan di dalam studi Rafanaviciene (2009) ini. Tujuan penelitian adalah untuk menentukan atribut apa yang berhubungan dengan pergantian eksekutif dengan ukuran kinerja organisasional. Untuk tujuan ini, kuesioner dibangun dan responden ditanya pada 10 skala likert. Sebanyak 55 responden akhirnya menjadi sampel penelitiannya.

Tabel 7.3.

Dampak Pergantian Eksekutif pada Kinerja Organisasional

Researchers	Performance indicators	Impact level
Kato, Long (2006)	Stock return, ROA (return on assets), profit margin	Strong impact
Friedman (1986)	Corporate reputation, financial performance	Strong impact
Friedman, Soul (1991)	Turnover of employees, personnel performance	Strong impact
Finkelstein, Hambrick (1996)	ROA	Strong impact
Grusky (1963)	Team effectiveness	Weak impact
Allen et al. (1979)	ROA, profit, turnover	Weak impact

Sumber: Rafanaviciene (2009)

Kuesioner berisi dua bagian: pertama, penilaian terhadap atribut pengganti: *a) skills and traits of successor; b) executive characteristics (origin, age, education, tenure, experience)*. Kedua, mengidentifikasi kinerja: *a) financial performance (profit, turnover, return on sales); b) turnover of employees and c) implemented changes by successor*. Hasil survey memperlihatkan bahwa terdapat kecenderungan

untuk mempromosikan seseorang sebagai pengganti dengan pendidikan yang lebih tinggi dengan usia antara 31 hingga 40 tahun, dan memiliki pengalaman pada sektor yang relevan lebih dari 5 tahun serta pengalaman menjadi eksekutif puncak selama 4 hingga 10 tahun. Hal lain yang juga yang ditemukan adalah bahwa kandidat yang berasal dari eksternal tidak dipertimbangkan lebih baik dibanding dengan kandidat dari internal. Sebagian besar perusahaan mengalami peningkatan pada kinerja organisasional setelah pergantian.

Survey mengungkapkan bahwa tidak terdapat hubungan antara kinerja keuangan organisasional dengan atribut pengganti secara keseluruhan. Terdapat hubungan antara keahlian pengganti dengan kinerja organisasi. Pendidikan memiliki hubungan dengan pergantian di dalam organisasi dan umur pengganti menentukan tingkat perbedaan pada pergantian tenaga kerja di organisasi dan jumlah perubahan teknologi. Bagaimanapun juga, hubungan antara variabel adalah lemah dan ini dapat dikatakan bahwa studi ini mendukung keraguan pandangan pada pergantian eksekutif terhadap kinerja organisasi. Pengganti eksekutif tidak memberikan dampak terhadap kinerja organisasional, dan kalau-pun ada, maka pengaruh itu tidaklah signifikan.

7.2.9. Masa kerja (Tenure), gender, Status Perkawinan, dan intelegensi

Pada penelitian Cotton and Tuttle (1986), mereka memasukkan masa kerja, gender, status perkawinan serta intelegensi sebagai bagian dari atribut CEO pengganti. Studi Cotton and Tuttle yang menganalisis tentang pergantian tenaga kerja ini meneliti tentang pergantian dengan menggunakan teknik *meta-analytic*. Temuan

mereka pada Tabel 7.4. mengindikasikan bahwa hampir semua 26 variabel berhubungan dengan pergantian. Temuan mereka juga mengindikasikan bahwa variabel penelitian memasukkan moderasi populasi, kebangsaan dan industri yang dihubungkan dengan banyak variabel dan pergantian. Penelitian di bidang pergantian selanjutnya mereka sarankan untuk: (1) melaporkan variabel studi, (2) melanjutkan pengujian model dibandingkan dengan hubungan sederhana variabel dengan pergantian, dan (3) memasukkan variabel penelitian dalam studi ini ke dalam model selanjutnya.

Beberapa penelitian kualitatif yang berkontribusi dalam pengembangan studi di pergantian, di antaranya adalah : March and Simon (1958), Pettman (1973), Porter and Steers (1973), Price (1977), Mobley, Griffeth, Hand, and Meglino (1979), Muchinsky and Tuttle (1979), Muchinsky and Morrow (1980), Bluedorn (1982a), Mobley (1982), and Baysinger and Mobley (1983) (dalam Cotton and Tuttle, 1986). Meta-analisis dilakukan karena kemampuan jenis studi ini untuk merangkum dalam jumlah yang besar penelitian secara mudah dibandingkan dengan review tradisional. Alasan kedua adalah melalui meta-analisis ini, sangat dimungkinkan menemukan faktor-faktor moderasi. Alasan ketiga adalah masing-masing peneliti sebelumnya memperlihatkan hasil yang tidak dapat disimpulkan. Terjadi saling yang tidak saling sepaham antara penelitian satu dengan lainnya. Ini terlihat dari hasil penelitian Porter and Steers (1973) dan Price (1977) yang melaporkan tingkat pembayaran (*pay*) secara konsisten (negatif) berhubungan dengan pergantian (dalam Cotton and Tuttle, 1986).

Cotton and Tuttle (1986) selanjutnya juga menjelaskan studi Mobley et al. (1979) yang menyimpulkan bahwa pada

temuan mereka, pembayaran belum dapat disimpulkan hubungannya dengan pergantian. Porter and Steers (1973) melaporkan bahwa promosi berhubungan dengan pergantian, namun Price (1977) dan Mobley et al. (1979) kurang mendukung temuan Porter and Steers tersebut. Muchinsky and Tuttle (1979), Mobley (1982), dan Pettman (1973) melaporkan bahwa personalitas merupakan prediktor yang sangat umum bagi pergantian; Porter and Steers (1973) dan Schuh (1967b) menyarankan bahwa personalitas mungkin berguna dalam menjelaskan pergantian. Muchinsky and Tuttle (1979) dan Muchinsky and Morrow (1980) menyimpulkan bahwa pengulangan tugas (*task repetitiveness*) menunjukkan bahwa suatu hubungan yang konsisten positif signifikan dengan pergantian. Suatu hubungan moderasi disimpulkan oleh Porter and Steers (1973), dan suatu hubungan yang lemah dalam studi Price (1977). Jika digabungkan, meta-analisis akan bermanfaat untuk menyajikan diskusi hasil penelitian yang saling tidak sepaham ini. Beberapa variabel yang diidentifikasi Cotton and Tuttle (1996) yang berhubungan dengan pergantian ditampilkan dalam Tabel 7.5.

Tabel 7.4.
Hasil Meta Analisis Cutton and Tuttle (1986)

<i>Turnover correlates</i>	<i>Direction of relationship</i>	<i>Counting method</i>	<i>Adding Zs</i>	<i>Additional meta-analyses</i>
External				
Employment perceptions	Positive	8/12	5.23 (p < .0005)	
Unemployment rate	Negative	4/6	4.25 (p < .0005)	3.77 (p < .01) ^a
Accession rate	Positive	4/6	2.71 (p < .01)	1.69 (p < .10) ^a
Union presence	Negative	9/13	5.60 (p < .0005)	
Work-related				
Pay	Negative	27/33	9.63 (p < .0005)	
Performance	Negative	4/5	4.04 (p < .0005)	p < .006 ^b
Role clarity	Negative	3/3	3.64 (p < .0005)	p < .0026 ^b
Task repetitiveness	Positive	3/5	2.53 (p < .02)	
Overall satisfaction	Negative	21/28	8.96 (p < .0005)	
Pay satisfaction	Negative	7/12	4.33 (p < .0005)	
Satisfaction with work itself	Negative	8/10	5.59 (p < .0005)	
Satisfaction with supervision	Negative	7/14	4.10 (p < .0005)	
Satisfaction with co-workers	Negative	5/10	3.27 (p < .0005)	3.34 (p < .005) ^a
Satisfaction with promotion	Negative	6/15	4.22 (p < .0005)	3.24 (p < .005) ^a
Organizational commitment	Negative	14/16	7.39 (p < .0005)	
Personal				
Age	Negative	27/45	8.12 (p < .0005)	
Tenure	Negative	15/22	7.17 (p < .0005)	
Gender	Women positive	8/20	3.74 (p < .0005)	
Biographical data		10/13	4.85 (p < .0005)	
Education	Positive	12/37	3.90 (p < .0005)	
Marital status	Married negative	6/20	2.52 (p < .01)	2.19 (p < .05) ^a
Number of dependents	Negative	9/17	4.12 (p < .0005)	
Aptitude and ability		3/5	3.01 (p < .003)	p < .01 ^b
Intelligence	Positive	2/6	1.77 (p < .10)	
Behavioral intentions	Positive	15/16	9.23 (p < .0005)	
Met expectations	Negative	12/15	6.67 (p < .0005)	

^a Result of testing the mean Z meta-analysis.

^b Result of adding probabilities meta-analysis.

Sumber: Cutton and Tuttle (1986)

Tabel 7.5.
Hubungan Pergantian

<i>External correlates</i>	<i>Work-related correlates</i>	<i>Personal correlates</i>
Employment perceptions	Pay	Age
Unemployment rate	Job performance	Tenure
Accession rate	Role clarity	Gender
Union presence	Task repetitiveness	Biographical information
	Overall job satisfaction	Education
	Satisfaction with pay	Marital status
	Satisfaction with work itself	Number of dependents
	Satisfaction with supervision	Aptitude and ability
	Satisfaction with co-workers	Intelligence
	Satisfaction with promotional opportunities	Behavioral intentions
	Organizational commitment	Met expectations

Sumber: Cotton and Tuttle (1996)

Temuan pada studi Cotton and Tuttle ini memberikan kontribusi pada penelitian dan teori terkait dengan isu pergantian. Pertama, review ini mengindikasikan bahwa studi pergantian sering ditemukan tidak sempurna sehubungan dengan apa yang penelitiannya laporkan tentang penelitian mereka. Informasi tentang persentase laki-laki dan perempuan, tipe pekerjaan, dan jumlah tenaga manajerial, sering tidak dijelaskan di dalam penelitian sebelumnya. Sementara, faktor-faktor ini sering ditemukan berdampak signifikan terhadap pergantian.

Kedua, secara jelas dipaparkan di dalam review ini bahwa sebagian besar variabel studi berhubungan dengan pergantian dan banyak hubungan-hubungan ini dimoderasi oleh variabel lain. Variabel moderating ini diujikan di dalam studi, di antaranya adalah Arnold and Feldman (1982); Bluedorn (1982b); Michaels and Spector (1982); Mobley, Horner, and Hollingsworth (1978); dan Price and Mueller (1981). Bagaimanapun Cotton and Tuttle tetap menyarankan perlunya pertimbangan untuk melanjutkan dan tambahan variabel.

Terakhir, analisis regresi mengindikasikan bahwa tipe industri, populasi tenaga kerja dan kebangsaan berpengaruh terhadap pergantian. Penelitian di bidang ini selanjutnya membutuhkan suatu pengujian yang berkelanjutan terhadap model. Dengan lebih banyak dan lebih baik penelitian tentang pergantian tenaga kerja mungkin akan memberikan pemahaman yang lebih baik, sehingga penelitian yang dihasilkan menjadi lebih bernilai.

7.2.10. Nilai Budaya

Paper yang ditulis Jackofsky, Slocum and McQuaid (1987) menjelaskan bagaimana dampak dari nilai-

nilai pendiri perusahaan meresap pada setiap petunjuk yang diberikannya. Ketika pergantian kepemimpinan terjadi, pemimpin baru sering membawa kebiasaan yang mengandung sekelompok nilai-nilai baru yang akan berangsur-angsur akan menyatu dengan budaya organisasi yang ada. Kewaspadaan terhadap perbedaan nilai organisasi patut dilakukan dalam memudahkan perusahaan di dalam melakukan transaksi bisnis dan membantu menguraikan permasalahan. Artikel mereka ini menyajikan rerangka kerja untuk mengantisipasi nilai sosial yang akan berdampak pada perilaku CEO. Analisis dilakukan pada CEO dari lima budaya yang berbeda, yang diilustrasikan dengan menggunakan manajer yang terlibat di dalam bisnis internasional. Perbedaan budaya yang ada di masing-masing organisasi umumnya didominasi nilai berdasarkan budaya asal negara organisasi tersebut dan selanjutnya akan merefleksikan pembatasan organisasi terhadap lingkungannya. Pendiri organisasi akan menekankan pada pembelajaran pada nilai budaya tertentu dari sejak organisasi berdiri. Pada akhirnya, anggota organisasi yang berbeda akan berperilaku secara konsisten dengan nilai yang diterapkan oleh elit yang menguasai organisasi tersebut (pendiri atau CEO yang menjabat). Meskipun individu berbeda di dalam menterjemahkan nilai-nilai dalam bertindak, namun paling tidak kita dapat memahami bahwa perilaku seorang CEO melalui pemahaman nilai dari budaya yang mereka pegang.

Hofstede menawarkan empat tipologi dimensi budaya yang ada di dalam masyarakat. Keempat tipologi itu dijelaskan sebagai berikut:

- a. *power distance (POW)*, mengacu pada kesenjangan distribusi kekuasaan di sejumlah orang yang berasal

dari faktor budaya. POW yang rendah dicerminkan dalam masyarakat United States, Sweden, and Austria, yang lebih mudah berinteraksi dengan sejumlah orang dalam kelas sosial yang berbeda dan anggota status yang rendah dengan mudah pindah ke status yang lebih tinggi posisinya. POW yang tinggi diperlihatkan di dalam masyarakat atau elit seperti dari Philippines, Mexico, and India, yang manaterjadi tekanan masyarakat pada status yang lebih rendah untuk mempertahankan perbedaan dengan orang-orang yang memiliki status yang lebih tinggi. Pada masyarakat yang POW-nya tinggi, gaya manajemen yang otokrasi akan semakin banyak dan umum terjadi, dan ini sejalan dengan apa yang diharapkan oleh bawahan karena akan menonjolkan perbedaan dalam hubungan bisnis perusahaan.

- b. Dimensi yang kedua dari Hofstede adalah *uncertainty avoidance (UNC)*, mengacu pada bagaimana orang-orang dalam suatu masyarakat akan merasa terancam oleh situasi yang tidak stabil dan tidak jelas (membingungkan), dan selanjutnya berusaha untuk menghindari itu. Hofstede berpendapat bahwa budaya menggunakan teknik untuk mengatasi kondisi yang tidak pasti dalam cara yang sama yang dapat dilakukan organisasi. Menurut Hofstede, perbedaan antara kegiatan perusahaan yang berada dalam dimensi rendah dan tinggi UNC-nya sering mengedepan. Sebagai contoh, pada masyarakat yang UNC rendah, organisasi memiliki aturan dan prosedur tertulis yang lebih sedikit, penekanan yang kurang terstruktur pada kegiatan karyawan, dorongan lebih kepada kemampuan secara umum bukan spesialisasi, dan menarik manajer

cenderung menjadi *risk taking*. Pada masyarakat yang UNC tinggi, semuanya berbalik.

- c. *Individualism-collectivism (IND)* adalah skema ketiga Hofstede. Masyarakat yang individual seperti Canada, New Zealand, Great Britain, dan the United States adalah masyarakat yang rajutan struktur sosialnya yang sangat longgar (masyarakatnya tidak bersatu), yang masing-masing berharap masing-masing individu dapat memelihara diri dan keluarga mereka sendiri. *Collectivist societies* (masyarakat yang berkelompok) seperti Mexico, Turkey, dan Japan selbih kuat rajutan kekerabatannya dan lebih menekankan pada kesetiaan pada kelompok serta saling tergantung dengan yang lainnya. orang-orang berharap bahwa grup akan melindungi dan menjaga mereka. Kekuatan spiritual yang bekerjasama dan akhirnya menjadi karakteristik masyarakat yang berkelompok; “setiap orang untuk dirinya”, mungkin menjadi persepsi bagi masyarakat individualistik. Tingkat individualistik dan kolektifisme di dalam budaya akan mempengaruhi anggota organisasi dalam cara yang berbeda. Manajer yang memiliki budaya yang lebih (dalam kacamata orang barat) akan memiliki nilai individualistik yang tinggi pula, sehingga akan sering berpindah dari perusahaan ke perusahaan lainnya. Mereka yakin bahwa organisasi tidak akan menjamin kesejahteraan karyawannya, hubungan pekerja dengan organisasi hanya sebatas dalam jaringan kerja, and mereka umumnya yakin bahwa individual, sebagai lawan dari kelompok, membuat keputusan yang lebih tinggi kualitasnya. Dalam budaya yang nilai kolektifismenya tinggi, orang-orang akan tertarik pada perusahaan yang

lebih besar. Mereka lebih mementingkan pada struktur dibandingkan dengan otonomi, lebih memilik nilai tim dibandingkan dengan pencapaian individual, serta menerima organisasi sebagaimana sebuah keluarga.

- d. Dimensi keempat adalah *masculinity-femininity (MAS)*, yang mengacu pada nilai budaya yang tegas, kompetitif, dan orientasi terhadap benda-benda yang nyata, sebagai lawan dari kepasifan, kerja sama dan penekanan pada perasaan di bandingkan dengan benda nyata. Masyarakat yang maskulin seperti Japan, Austria, dan Italy, orang yakin bahwa pekerja harus menyediakan kesempatan untuk tumbuh, menantang, pengakuan, dan kemajuan. Budaya feminin seperti Sweden, Norway, dan Portugal, menonjolkan kondisi kerja yang baik, aman, keterbukaan ekspresi emosional, dan menggunakan intuisi dibanding dengan fakta sesungguhnya sebagai dasar menyelesaikan masalah. Masyarakat yang maskulin dikarakteristikan dengan rendahnya jenis pekerjaan untuk wanita dan lebih banyak konflik industri. Pekerja sebagai lawan dari keluarga, dan tersentral pada kepentingan hidup.

Menggunakan ke-empat dimensi tipologi budaya yang disarankan Hofstede dalam menganalisis perilaku CEO, dapat membantu untuk melukiskan secara lebih spesifik tentang apa yang dikerjakan oleh CEO. Namun semua yang dijelaskan di atas dalam bab ini dan bab sebelumnya tidak mungkin ditemukan sama untuk semua kasus. Peneliti dan pembaca harus menganggap bahwa setiap kasus pergantian adalah hal yang unik, yang terjadi karena dipicu oleh rangkaian kondisi yang tidak pernah antara satu kasus dengan kasus lainnya. Semakin kita mengerti banyaknya variable yang menjadi faktor penentu terjadinya suatu

pergantian CEO, maka kita akan semakin berhati-hati di dalam menilai isu yang terkait atas pergantian tersebut.

Sebagai tambahan, pemimpin perusahaan yang berkinerja tinggi harus memikirkan suatu lingkup yang lebih luas terhadap pilihan investasi dan menjamin dilakukannya suatu kebijakan yang terbaik di dalam menyesuaikan dengan dampak lingkungan (Hambrick & Finkelstein, 1987).

7.3. SIMPULAN

Hasil penelitian sebelumnya telah menunjukkan hasil adanya faktor personalitas CEO secara signifikan mempengaruhi pergantian CEO. Karakteristik Dewan Komisaris juga yang dibahas pada bab ini, memperlihatkan pengaruhnya terhadap pergantian dan siapa pengganti yang baru tersebut. Pembahas ini, semoga saja dapat menjadi pertimbangan bagi peneliti di dalam memodelkan isu pergantian CEO. Di lain pihak, praktisi manajerial dapat memperhatikan fakta dari temuan empiris ini, bahwa banyak hal yang harus dipertimbangkan se belum melakukan pergantian.

8

TEORI-TEORI YANG DAPAT MENJELASKAN PERGANTIAN CEO

Banyak teori yang dapat menjelaskan isu pergantian CEO dunia. Sekilas terlihat bahwa sesungguhnya tidak mudah menemukan alasan yang tepat untuk menjelaskan pergantian. Banyaknya teori yang mampu menjelaskan pergantian CEO, menggiring pemahaman yang lebih luas tentang hal-hal yang mendasari keputusan seorang eksekutif untuk keluar dari perusahaan dan kadang kala dikeluarkan dari perusahaan. Untuk kasus yang terakhir ini jarang terjadi, karena pada kenyataannya, perusahaan tepat eksekutif bekerja hampir tidak pernah ditemukan mengeluarkan pernyataan bahwa perusahaan memecat sang eksekutif.

8.1. AGENCY THEORY

Pemicu utama pergantian CEO adalah tidak tercapainya tujuan bersama antara manajer dengan pemilik perusahaan. Hal ini sudah dibuktikan di banyak penelitian, bahwa semakin jauh perbedaan capaian kinerja perusahaan dengan harapan *shareholder* dan atau semakin jauh perbedaan antara kompensasi yang diperoleh manajer dengan harapan perolehan kompensasi, akan meningkatkan probabilitas pergantian CEO. Pada permasalahan yang pertama

keputusan pergantian CEO lebih cenderung bersifat paksaan dengan pertimbangan CEO yang tidak mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham akan dipecat dari jabatannya. Sementara itu, pada permasalahan kedua keputusan pergantian CEO akan lebih bersifat sukarela. Permintaan pasar tenaga kerja akan memberi peluang bagi CEO yang berkinerja untuk mendapatkan kesejahteraan yang lebih baik dibanding dengan yang telah diperoleh CEO tersebut di perusahaan lama. Secara singkat dikatakan, ketika manajer dinilai tidak berkinerja akan meningkatkan kemungkinan pemecatan, sementara manajer yang berkinerja dan menghadapi permasalahan agensi akan mengundurkan diri dan pindah ke perusahaan lain yang dianggap dapat memberikan kompensasi sesuai dengan harapan CEO.

Teori agensi mengasumsikan adanya konflik (ketidak-harmonisan) yang terjadi antara manajer selaku agen perusahaan dengan pemilik perusahaan. Teori ini juga selanjutnya memprediksi adanya sejumlah konsekuensi atas ketidak-harmonisan ini. Penelitian yang secara eksplisit menjelaskan teori agensi sebagai teori yang mendasari terjadinya pergantian CEO, di antaranya adalah Tiessen and Waterhouse (1983), Puffer and Weintrop (1991), Murphy and Zimmerman (1993), Clayton, Hartzell and Rosenberg (2003), Engel, Hayes, and Wang (2003), Kato and Long (2006), Krug (2003), Wang and Davidson (2009).

Penelitian yang terakhir (Wang and Davidson, 2009) memberikan kontribusi berupa suatu tawaran suatu hubungan antara kebijakan manajerial dan usia CEO pengganti yang mungkin dimoderasi oleh (paling tidak) usia anggota dewan dan asal pengganti. Penelitian ini menjelaskan bahwa usia CEO yang muda akan cenderung berani untuk menaikkan diskresi.

8.2. EFFICIENCY MARKET HYPOTHESES

Di dalam hipotesis pasar yang efisien, dikatakan bahwa harga di pasar akan sepenuhnya merefleksikan nilai perusahaan. Sehingga kinerja manajemen akan tercermin dengan kapitalisasi pasar perusahaan. Warner, Watts, and Wruck (1988) melakukan studi yang menggunakan asumsi pasar efisien untuk menguji hubungan antara return saham dan return pasar perusahaan dengan perubahan manajemen puncak, yang sebelumnya belum banyak dilakukan di dalam penelitian akuntansi. Studi ini memberikan temuan yang menarik pada masa itu, yaitu adanya suatu mekanisme di perusahaan untuk melepas manajer yang tidak efisien dan mendorong manajer untuk cenderung bertindak demi kepentingan pemegang saham.

Martin and McConnell (1991) dan Setiawan (2008) juga menggunakan asumsi pasar efisien di dalam penelitian mereka. Martin and McConnell (1991) mendokumentasi adanya suatu signifikansi peningkatan pergantian manajemen puncak pada perusahaan target yang diambil-alih dan sebelum diambil-alih perusahaan-perusahaan target ini berada dalam kinerja pasar yang sangat rendah dibandingkan dengan perusahaan lainnya dalam industri sejenis. Hasil penelitian ini memberi penjelasan tambahan di dalam studi pengambil-alihan perusahaan bahwa pada saat pengambil-alihan pasar memainkan peran penting di dalam memperbaiki manajer puncak perusahaan. Setiawan (2008) memberikan bukti dari Indonesia tentang penjelasan hipotesis pasar efisien terhadap pergantian CEO. Studi Setiawan menjelaskan adanya isu tentang reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian CEO. Dan hasil studi ini berhasil memperkaya temuan atas pengujian tentang reaksi pasar pada pergantian yang rutin dan non-rutin, serta asal CEO yang, khususnya pada kasus yang terjadi Indonesia.

Penelitian lain yang tidak kalah menariknya memberikan penjelasan tentang kebermanfaatan hipotesis pasar efisien di dalam menjelaskan pergantian CEO adalah studi Dedman and Lin (2002). Studi ini menguji perilaku harga saham di sekitar pengumuman pergantian CEO dari perusahaan di Inggris yang terdaftar di ASI (All Share Index) antara tahun 1990 hingga 1995. Dengan menggunakan (1) metodologi standar yang digunakan pada studi peristiwa yang mengaplikasikan model pasar dalam mengukur return tidak normal, Dedman and Lin (2002) selanjutnya melakukan pengujian *Student's t-test and Patell's standardised residual statistics tests* untuk menguji apakah return tidak normal untuk periode pengujian secara statistika berbeda dari nul. Hasil studi ini menemukan bahwa banyak perusahaan yang tidak memilih untuk mengumumkan pergantian CEO, dan umumnya perusahaan-perusahaan ini memiliki catatan kinerja yang buruk serta memiliki peluang kebangkrutan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang secara resmi mengumumkan pergantian CEO-nya di London Stock Exchange. Selain itu, ditemukan juga pasar merespon negatif terhadap pengumuman pergantian eksekutif puncak, khususnya ketika pergantian CEO atau CEO keluar untuk mendapatkan pekerjaan lain, serta harga saham yang bereaksi atas pengungkapan kepindahan eksekutif dan ada pengaruh yang signifikan antara risiko keuangan perusahaan dengan pengumuman dewan atas perubahan. Inilah beberapa hasil penelitian yang dengan baik menjelaskan hipotesis pasar efisien di dalam menjelaskan pergantian CEO dunia.

8.3. TEORI EQUILIBIRIUM ORGANISASIONAL

Teori ini diperkenalkan oleh March and Simon (1958) menyatakan bahwa semakin lama masa kerja anggota organisasi, semakin kecil kemenarikan atau ide-ide inovatif yang mereka hasilkan dibandingkan pada saat dihadapkan pada situasi baru (dalam Helmich 1977). Penelitian yang menggunakan teori ini

dalam menjelaskan pergantian CEO adalah Datta and Guthrie (1994). Studi mereka membahas tentang pemilihan CEO yang merupakan keputusan penting bagi organisasi dengan implikasi penting yang diharapkan yaitu efisiensi. Pemilihan eksekutif dilakukan dengan mempertimbangkan apakah eksekutif yang baru tersebut berasal dari dalam atau dari luar perusahaan.

Eksekutif yang berasal dari dalam perusahaan umumnya mengacu pada pemikiran yang mengarah pada beberapa hasil yang positif yang telah dicapai dalam tim manajemen lalu. Pertimbangan lainnya adalah untuk mengurangi biaya yang berhubungan dengan sosialisasi, pergantian dan kesalahan pemilihan (Zajac 1990, dalam Datta and Guthrie, 1999) dan peningkatan kemampuan untuk menarik dan mempertahankan karyawan (Friedman 1991, dalam Datta and Guthrie, 1999). Penekanan pada pihak internal juga sesungguhnya memiliki nilai keuntungan potensial yang berhubungan dengan pengetahuan spesifik perusahaan yang telah dimiliki oleh eksekutif internal, karena pengenalan dengan baik terhadap produk, pasar, teknologi dan prosedur standar operasi umumnya akan bertambah seiring dengan masa kerja di organisasi (Gupta 1984, dalam Datta and Guthrie, 1999). Namun, pada kondisi tertentu mungkin pengalaman jangka panjang industri atau organisasi tidak sejalan dengan fungsinya. Teori equilibrium organisasional yang menyatakan bahwa semakin lama masa kerja anggota organisasi, semakin kecil kemenarikan atau ide-ide inovatif yang mereka hasilkan dibandingkan pada saat dihadapkan pada situasi baru seperti halnya lebih merekomendasikan bahwa pergantian yang melibatkan pihak luar perusahaan untuk memberikan inovasi baru bagi perusahaan.

Organisasi yang menyewa manajer puncak yang berasal luar organisasi menganut aliran pemikiran perspektif yang lebih luas dan cenderung untuk berubah. Wiersema and Bantel (1992, dalam Datta and Guthrie, 1999) menemukan bahwa masa kerja

berhubungan negatif dengan perubahan strategi, sementara Miller (1991, dalam Datta and Guthrie, 1999) menyimpulkan bahwa CEO dengan masa kerja yang lebih panjang mengalami “bosan di atas tempat duduknya” (*stale in the saddle*). Ocasio (1993, dalam Datta and Guthrie, 1999) juga mendapatkan hasil studi yang konsisten dengan temuan-temuan ini. Namun, pilihan atas calon yang berasal dari dalam dan luar perusahaan ini sangat dipengaruhi oleh harapan perusahaan untuk mencapai tingkat kinerja yang diharapkan. Masing-masing pilihan asal eksekutif yang baru memiliki keunggulan berikut dengan kelemahannya, meskipun dalam teori equilibrium organisasional, eksternal eksekutif lebih dianjurkan.

8.4. TEORI POLITIK ORGANISASIONAL

Teori ini menggarisbawahi konflik kepentingan dan pertarungan kekuasaan dalam organisasi, khususnya di sejumlah eksekutif senior (dalam Lazear & Rosen, 1981; dan Pfeffer, 1981). Ocasio (1994), menggambarkan sirkulasi teori kekuasaan yang dijelaskan Pareto's (1968), melaporkan bahwa seperti pergantian CEO di sejumlah perusahaan berhubungan dengan kinerja buruk yang meningkat dengan proporsi jumlah direktur dari internal perusahaan. Para peneliti mencatatkan bahwa kehadiran CEO yang bukan direktur internal dapat membantu fungsi pengawasan sistem internal dan menurunkan biaya keagenan yang membengkak karena pemisahan antara pemilik dan mengawasan majerial.

Studi Shen and Cannella (2002) menggarisbawahi isu adanya konflik kepentingan dan persaingan pada manajemen puncak perusahaan. Mereka merasa penting untuk menggunakan dua pendekatan dalam mengidentifikasi pemberhentian CEO. Mengidentifikasi CEO yang berhenti merupakan tantangan dalam penelitian pergantian dan tata kelola karena perusahaan jarang mengungkapkan alasan sesungguhnya di balik keluarnya CEO.

8.5. UPPER-ECHELON THEORY

Menjelaskan bahwa karakteristik latar belakang manajerial menjelaskan pilhan stratejik, dan konsekuensinya, berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (dalam Hambrick and Mason, 1984). Teori ini menawarkan bahwa eksekutif puncak dapat mempengaruhi luaran organisasi mereka. Pilihan terhadap strategi dan tingkat kinerja perusahaan merefleksikan karakteristik manajerial (Hambrick and Mason, 1984). Selanjutnya, Hambrick and Finkelstein (1987) dan Hambrick (2007) berargumen bahwa ***upper-echelon theory*** bersifat kondisional terhadap bagaimana keberadaan diskresi manajerial. CEO perusahaan tidak dapat mempengaruhi kekayaan pemegang saham kecuali CEO tersebut melakukan diskresi untuk mempengaruhi kinerja perusahaan.

Teori ini juga digunakan Krug (2003) untuk memperlihatkan bahwa eksekutif perusahaan target memiliki risiko pergantian yang lebih besar ketika perusahaan diakuisisi oleh perusahaan asing multinasional. Pada dasarnya, menjelaskan *Upper Echelons Theory* tidak dapat dilepaskan dari teori induknya yaitu *Agency Theory*. Karena baik *Agency Theory* dan *Upper Echelons Theory* menawarkan suatu pandangan yang konsisten sehubungan dengan manfaat mempekerjakan eksekutif yang masa kerjanya lebih pendek adalah untuk meningkatkan kinerja dan meraih nilai strategik dalam jangka panjang. Studi di dalam *upper echelons theory* juga menunjukkan bahwa eksekutif dapat mengembangkan suatu lingkaran sosial yang cukup kuat, menciptakan ikatan dengan masyarakatnya dengan lebih baik sepanjang mereka menjabat (Vancil, 1987). Semakin pendek masa kerja eksekutif, khususnya sejak dia masuk ke dalam organisasi, sepertinya semakin si eksekutif melakukan strategi unik yang menyimpang dari aturan organisasi yang telah ada (Finkelstein and Hambrick, 1990 dalam Krug, 2003). Kedua teori, *agency theory* dan *the upper echelons perspective*, memberikan dukungan teoritikal yang memberikan argumentasi bahwa tingkat

pergantian manajemen eksekutif pada perusahaan target muncul sepanjang waktu dan tidak akan pernah kembali ke normal, namun penelitian yang fokus pada pemahaman pada dampak pergantian saat akuisisi memperlihatkan bahwa tingkat pergantian kembali ke titik normal dalam dua tahun setelah akuisisi dilakukan (Walsh, 1988, 1989 dalam Krug 2003).

Akuisisi mungkin secara permanen mengubah dinamika organisasi dalam jangka panjang pada manajemen puncak di perusahaan target. Hasil yang konsisten dengan studi pada mana kerja eksekutif dalam literatur *the upper echelons* bahwa pandangan perusahaan pada eksekutif yang masa kerjanya lebih pendek memberikan nilai yang signifikan bagi perusahaan (Finkelstein and Hambrick, 1996; Hambrick and Fukutomi, 1991 dalam Krug, 2003). Bukti memperlihatkan bahwa perusahaan pengakuisisi mentransfer eksekutif mereka pada perusahaan yang diakuisi sesaat setelah akuisisi dilakukan dalam tujuan untuk meningkatkan pengendalian strategik dan operasi, meningkatkan pemahaman pada operasi perusahaan target, dan mengisi kekosongan posisi akibat eksekutif perusahaan target yang keluar atau diberhentikan (Walsh and Ellwood, 1991; Hambrick and Cannella, 1993, dalam Krug 2003).

8.6. MANAGERIALIST THEORIES

Membahas tentang *managerialist theory* rupanya tidak dapat dipisahkan dari *upper echelon theory*. Shen (2000) melakukan studi dengan mengangkat isu utama yang bertujuan untuk mengeksplorasi struktur kekuasaan di dalam tingkat jabatan yang lebih tinggi (*upper echelon*). Selain itu juga, Shen mencoba untuk menguji pengaruh struktur kekuasaan terhadap keputusan pergantian CEO. Meskipun telah ada kesepakatan sebelumnya di dalam literatur yang menjelaskan tentang peran direktur eksternal yang dapat menyeimbangkan *CEO entrenchment* (Finkelstein

and Hambrick, 1996), namun pada kenyataannya peran eksekutif senior yang non-CEO (termasuk juga direktur internal) belum memperlihatkan hasil yang konsisten dan masih membuka perdebatan. Studi Shen (2000) mencoba memberikan kontribusi penting dengan menggabungkan dan merekonsiliasi kedua perspektif yang bertentangan di atas dengan mengeksplorasi dinamika politis pada jabatan yang lebih tinggi di antara masa kerja CEO.

8.7. TEORI RASIONALITAS

Teori ini diperkenalkan oleh Schein (1992) yang salah satu penjelasannya mengenai perubahan agen merupakan suatu peringatan untuk mengidentifikasi dan menghapus hambatan dari perubahan dalam tujuan mengubah organisasi menjadi yang lebih baik. Dalam paper Smith, Wright, and Huo (2008) dinyatakan bahwa terjadi perubahan pada “nama” yang telah bertahan di dunia bisnis hingga hari ini sehubungan dengan globalisasi, pendeknya siklus hidup teknologi, pergantian demografi, dan pesatnya perubahan harapan di sejumlah tenaga kerja dan konsumen. Paper ini memiliki motivasi untuk mencari hubungan antara dua alternatif strategi yang umumnya dilakukan oleh perusahaan yang tengah mengalami tekanan keuangan, penurunan ukuran dan pergantian manajemen puncak. Di sinilah penjelasan teori rasionalitas memperlihatkan kontribusinya untuk menjelaskan pergantian CEO.

8.8. RITUAL SCAPEGOATING THEORY

Ritual Scapegoating Theory menjelaskan fenomena yang biasanya disebut dengan ritual “kambing hitam” telah diperkenalkan oleh Gamson and Scotch (1964). Di dalam area studi pergantian CEO, teori ini mempostulatkan bahwa sesungguhnya tidak ada hubungan yang signifikan antara pergantian dengan kinerja. Beatty and Zajac (1987) melakukan studi yang merespon isu pada

perubahan kepemimpinan puncak pada perusahaan besar, dan mempelajari persepsi dan reaksi pasar modal sebelum dan setelah perubahan CEO. Paper Beatty and Zajac (1987) ini menjelaskan bahwa hubungan pergantian dan kinerja merupakan dua fungsi yang berbeda, konsep yang saling melengkapi: dampak terhadap manajer dan dampak pergantian.

Paper Smith, Wright, and Huo (2008) mengangkat isu menarik tentang masalah scapegoating di saat terjadinya pergantian CEO. Mereka mengajukan pertanyaan apakah ritual pengambang-hitaman hanya terjadi pada saat perusahaan mengalami permasalahan besar saja. Studi mereka ini memiliki motivasi untuk mencari hubungan antara dua alternatif strategi yang umumnya dilakukan oleh perusahaan yang tengah mengalami tekanan keuangan, penurunan ukuran dan pergantian manajemen puncak. Khanna and Temuan studi ini menyarankan bahwa scapegoating mungkin berdampak efektif pada strategi internal, tetapi tidak berdampak pada penilaian pasar terhadap perusahaan yang diperdagangkan secara publik dalam jangka pendek. Sementara itu, Khanna and Poulsen (1995 dalam Smith, Wright, and Huo (2008), di dalam studi yang dilakukan di tahun 1980-1990, menemukan bahwa pergantian manajer puncak memiliki dampak kecil pada penilai pasar terhadap perusahaan yang selanjutnya hilang sejalan dengan proses downsizing.

Organizational Legitimacy Theory yang telah digunakan untuk menjelaskan mengapa pergantian eksekutif terjadi, baik CEO maupun CFO, yang sering terjadi seiring dengan dilakukannya *financial restatements* (Arthaud-Day et al. 2006). Legitimasi didefinisikan sebagai “*a generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper, or appropriate within some socially constructed system of norms, values, beliefs, and definitions*” (Suchman 1995, 574). Artinya bahwa legitimasi adalah persepsi umum atau asumsi yang menjelaskan bahwa tindakan entitas

adalah sesuatu yang diharapkan, pantas, dan berkesesuaian dengan sistem norma, nilai, keyakinan dan definisi yang dibangun di dalam masyarakat. Sehingga jika perusahaan telah bertindak bertentangan dengan hal-hal yang diharapkan, pantas, dan berkesesuaian dengan sistem sosial masyarakatnya maka perusahaan tersebut akan kehilangan legitimasinya.

Feldman, Read, and Abdolmohammadi (2009) melakukan studi dengan mengangkat Isu yang fokus pada *post-restatement*, *audit fees* dan hubungannya *executive turnover* pada perusahaan yang melakukan *restatement* terhadap laporan keuangan perusahaan mereka. Tujuan paper ini adalah untuk melanjutkan penelitian sebelumnya, dengan menggunakan *restatement* sebagai kesalahan pelaporan keuangan (*financial reporting failure*). Mereka menginvestigai apakah *audit fee* yang lebih tinggi pada perusahaan mengikuti kesalahan pelaporan keuangan dan untuk menentukan apakah bagian dari tindakan pengulangan tersebut dapat meningkatkan *audit fee*. Kontribusi penelitian ini adalah memberikan suatu tambahan literatur pada keberadaan biaya pada *financial restatement* terhadap *audit fees*.

Institutional theory telah didefinisikan oleh beberapa peneliti sebagai “*a process by which companies adopt policies, some substantive and some symbolic, that are widely acknowledged as “proper” in the given environment and thus gain legitimacy* (Meyer and Rowan 1977). Institusional teori ini terlihat sebagai suatu prasyarat untuk menuju suatu legitimasi. Karena pemahaman dan aplikasi institutional theory ini akan mendorong terpenuhinya legitimasi, seperti yang telah dijelaskan bahwa institutional theory adalah suatu proses yang mana perusahaan mengadopsi kebijakan, beberapa bersifat substansi dan beberapa bersifat simbolik, oleh sebab itu perusahaan tertentu dapat dikatakan “pantas” berada di dalam lingkungan tertentu dan selanjutnya meraih legitimasi.

8.9. TEORI KEKUASAAN

Teori ini dijelaskan oleh Pareto's (1968), bahwa sepertinya pergantian CEO di sejumlah perusahaan berhubungan dengan kinerja buruk yang meningkat dengan proporsi jumlah direktur dari internal perusahaan. Kekuasaan dinamis pada manajemen puncak akan mempengaruhi terjadinya pemberhentian CEO, dan selanjutnya pemilihan pengganti. SC menambahkan bahwa kekuasaan dinamis pada manajemen puncak akan mempengaruhi terjadinya pemberhentian CEO, dan selanjutnya pemilihan pengganti. Ketika eksekutif senior menantang CEO, dan memenangkan dukungan dari direktur eksternal, CEO akan segera diberhentikan, dan seorang yang bernilai bagi eksekutif akan dipromosikan untuk menjadi pengganti. Skenario ini sangat berbeda dengan pendapat yang secara luas dijelaskan di dalam literatur tata kelola, yang mana direktur eksternal akan mengajukan pertandingan kekuasaan dengan CEO, atau sejumlah manajer puncak sehubungan dengan memburuknya kinerja dan menunjuk pengganti dari luar perusahaan sebagai pengganti (Boeker & Goodstein, 1993; Cannella & Lubatkin, 1993; Weisbach, 1988). SC (2002) berkeyakinan bahwa empat faktor yang merefleksikan kekuasaan dinamis yang meningkat antara CEO dengan eksekutif senior.

Labor market theory adalah salah satu teori yang tepat untuk menjelaskan isu ini. Studi yang memfokuskan pada isu pergantian CEO yang bereputasi yang selanjutnya menjadi tantangan menarik bagi peneliti di area ini. *Labor market theory* mempertegas bahwa kejadian pergantian yang dipicu karena alasan-alasan tertentu dan selanjutnya berdampak pada pertumbuhan kinerja perusahaan tersebut. Pasar tenaga kerja dicerminkan dari munculnya

permintaan dari perusahaan terhadap tenaga kerja baru untuk memperbaiki kinerja perusahaan tertentu pada waktu tertentu.

Social Capital Theory

Penelitian Dess and Shaw (2001) ini memberikan tambahan perspektif untuk menjelaskan hubungan antara pergantian sukarela (*voluntary*) dengan *social capital theory* dan kinerja organisasional. Mereka menemukan struktur organisasi, dan persaingan di dalam organisasi, telah meningkatkan pentingnya mempelajari aturan terhadap hubungan pergantian sukarela dengan kinerja organisasional. Dalam isu pergantian CEO, *Social capital theory* menjelaskan bahwa hubungan sosial (pertemanan) yang dimiliki CEO dengan pihak dari perusahaan lain, akan sangat mempengaruhi keputusan CEO tersebut untuk pindah ke perusahaan lain. CEO yang memiliki hubungan sosial yang baik dengan perusahaan lain (pemilik perusahaan khususnya) akan mendapat kesempatan besar untuk berpindah ke perusahaan baru atas rekomendasi pihak internal perusahaan.

Selain dari teori-teori yang sudah dijelaskan di atas, teori lain yang ikut menjelaskan pergantian CEO adalah Psychological Process, Asymmetry Information, Contracting Theory, Bonus Plan Hypotheses (PAT), Organizational Theory (Social Ecological Model), Psychological Theory, “Z” Theory (Ouchi 1982), Sociopolitical Construct, Competing Theory, Cultural Tipology (Hofstede), Principle – Agent Theory (Lausten 2002), Political Organizational Theory, Contingency Theory, Resource-based Theory, Similarity Theory, Job Match Theory, Organizational Learning Theory, Managerial Discretion Theory, Social Contract Theory. Mudah-mudahan pada pembahasan berikutnya, teori-teori ini akan akan dijelaskan lebih mendetil lagi.

REFERENSI

- Agrawal, A., J. F. Jaffe, and J. M. Karpoff. (1999). Management turnover and governance changes following the revelation of fraud. *Journal of Law and Economics* 42 (1): 309-42.
- Allen, M. P., and S. K. Panian (1979). Managerial Succession and Organizational Performance: A Recalcitrant Problem Revisited. *Administrative Science Quarterly* 24(2), 167.
- Allen, Michael Patrick, and Panian, Sharon 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.
- Arnold, Hugh J. dan Daniel C. Feldman. (1982). A Multivariate Analysis of the Determinants of job Turnover. *Journal of Applied Psychology* 62 (3): 350-360.
- Arthaud-Day, M. L., S. T. Certo, C. M. Dalton, and D. R. Dalton. (2006). A changing of the guard: Executive and director turnover following corporate financial restatements. *Academy of Management Journal* 49 (6): 119-36.

- Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29: 1–51.
- Balsam, Steven, and Setiyono Miharjo. (2007). The Effect of Equity Compensation on Voluntary Executive Turnover. *Journal of Accounting and Economics* 43 (1): 95-119.
- Banker, R.D., Datar, S.M., (1989). Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research* 27, 21–39.
- Barnett, William P. and Carroll, Glenn R. (1995). Modeling Internal Organizational Change, in Hagan (ed.) *Annual Review of Sociology* 21: 217-36.
- 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.
- Beneish, M. D. (1999). Incentives and penalties associated related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review* 74 (4): 425-57
- Bluedorn, A. C. (1982). A unified model of turnover from organizations. *Human Relations*, 35, 135-153. (14)

- Bluedorn, A. C., & Abelson, M. A. (1980). Employee performance and withdrawal from work. Working paper, Pennsylvania State University.
- Boeker, W. (1992). Power and managerial turnover: Scapegoating at the top. *Administrative Science Quarterly* 37: 400-421.
- Boeker, W., Goodstein, J. (1993). Performance and Successor Choice: The Moderating Effects of Governance and Ownership. *Academy of Management Journal* 36: 172-186.
- 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.
- Bordia, Prashant, Hobman, Elizabeth, Jones, Elizabeth, Gallois, Cindy, and Callan, Victor J. (2004). Uncertainty during Organizational Change: Types, Consequences, and Management Strategies. *Journal of Business and Psychology* 18(4): 507-532.
- Borokhovich, Kenneth A., Parrino, Robert, and Trapani, Teresa. (1996). Outside Directors and CEO Selection. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(3): 337 -355.
- Borstadt, L. (1985). Stock price reactions to management changes, Unpublished manuscript (University of Utah, Salt Lake City, UT).
- Brickley, James A. (2003). Empirical research on CEO turnover and firm-performance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics* 36: 227-233.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37 (3), in press.

- Bushman, R.M., Indjejikian, R.J., Smith, A. (1996). CEO compensation: the role of individual performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics* 21: 161–193.
- Bushman, Robert., Dai, Zhonglan, Wang, Xue., (2008). Risk and CEO Turnover. *Working Paper Series*.
- Campion, Michael A. (1991). Meaning and measurement of turnover: Comparison of alter native measures and recommendations for research. *Journal of Applied Psychology* 76: 199-212.
- Cannella AA Jr, Shen W. (2001). So close and yet so far: promotion versus exit for CEO heirs apparent. *Academy of Management Journal* 44: 252-270.
- Cannella, A. A., Jr., & Lubatkin, M. (1993). Succession as a sociopolitical process. *Academy of Management Journal*, 36: 763-793.
- Cannella, A., M. Lubatkin and M. Kapouch. (1991). Antecedents of executive selection: Additional empirical evidence. *Proceedings of the Academy of Management Meetings*, Miami, FL: 11-15.
- Carroll, Glenn and T. Michael Hannan. (2000). *The Demography of Organizations and Industries*. Princeton: Princeton U. Press.
- Chaganti, R. and R. Sambharya. (1987). Strategic Orientation and Characteristics of Upper Management. *Strategic Management Journal* 8: 393–401.
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal* 7 (6): 119-139.
- Chung, Kae H., Rogers, Ronald C., Lubatkin, Michael, Owers, James E. (1987). Do Insiders Make Better CEOs than Outsiders? *The Academy of Management Executive* 1(4): 325-331.

- Clayton, M.J., Jay C Hartzell and Joshua Rosenberg. (2003). The Impact of CEO Turnover on Firm Volatility, working papers from ssrn.com
- Cotton, John L. And Tuttle, Jeffrey M. (1986). Employee Turnover: A Meta-Analysis and Review with Implications for Research . *The Academy of Management Review* 11(1): 55-70.
- Coughlan, A.T. and R.M. Schmidt. (1985). Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7: 43–66.
- Crossland, C. and Hambrick, D.C. (2007). How national systems differ in their constraints on corporate executives: A study of CEO effects in three countries. *Strategic Management Journal* 28: 767-789.
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). A behavioral theory of the firm. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Daily, Catherine M. And Dalton, Dan R. (1995). CEO and Director Turnover in Failing Firms: An Illusion of Change? *Strategic Management Journal* 16(5): 393-400
- Dalton, D. R. and I. F. Kesner. (1985). Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: an empirical assessment. *Academy of Management Journal* 28: 749-762.
- Dalton, Dan R. and William D. Todor. (1982). Turnover: A Lucrative Hard Dollar Phenomenon. *The Academy of Management Review* 7 (2): 212-218.
- Dalton, Dan R., William D. Todor and David M. Krackhardt. (1982). Turnover Overstated: The Functional Taxonomy. *The Academy of Management Review* 7 (1): 117-123.

- Datta, Deepak K. and Guthrie, James P. (1994). Executive Succession: Organizational Antecedents of CEO Characteristics. *Strategic Management Journal* 15(7): 569-577.
- Davidson WN III, Nemec C, Worrell DL. (2001). Succession planning vs. agency theory: a test of Harris and Helfat's interpretation of plurality announcement market returns. *Strategic Management Journal* 22(2): 179-184.
- Davidson, Wallace N., D. Worrell and C. Nemec. (2006). Determinants of CEO Age at Succession. *Journal of Management and Governance* 10.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. (1992). Dividends and losses, *Journal of Finance* 47: 1837-63.
- 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. (2003). Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research* 42(2): 269-312.
- DeFond, Mark L. and Park, Chul W. (1999). The effect of competition on CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 27; 35-56
- Denis, David J. and Denis, Diane K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance* 50(4): 1029-1057.
- Desai, H., C. Hogan and M. Wilkins. (2006). The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatements and Management Turnover. *The Accounting Review* 81 (1): 83-112.

- Dess, Gregory G. and Shaw, Jason D. (2001). Voluntary Turnover, Social Capital, and Organizational Performance. *The Academy of Management Review* 26(3): 446-456.
- Diamond, D.W., Verrechia, R.E. (1982). Optimal managerial contracts and equilibrium security prices. *Journal of Finance* 37: 275-287.
- Drucker, P. F. (1981). The five rules of successful acquisition. *Wall Street Journal* 15: 28.
- Ellwood, J. W. (1987). The impact of mergers and acquisitions on the governance of the modern corporation: theories and evidence. In Logue, D. E. (ed.), *Handbook of Modern Finance: Update*, War-ren, Gorham & Lamont, Boston, MA.
- Engel, Ellen, Hayes, Rachel M., and Wang, Xue. (2003). CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36; 197–226.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* 26: 327-349.
- Fama, Eugene F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- 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.
- Feldmann, Dorothy A., Read, William J., and Abdolmohammadi, Mohammad J. (2009). Financial Restatements, Audit Fees, and the Moderating Effect of CFO Turnover. *Auditing: A Journal Of Practice and Theory* 28(1): 205–223.
- Finkelstein S, Boyd BK. (1998). How Much Does the CEO matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal* 41:179-199.

- Finkelstein, S. and Peteraf, M.A. (2007) 'Managerial Activities: A Missing Link in Managerial Discretion Theory. *Strategic Organization* 5: 237-248.
- Francis, J., and E. Wilson. (1988). Auditor changes: A joint test of theories relating to agency costs and auditor differentiation. *The Accounting Review* 63 (4): 663-82.
- Fredrickson, James W., Hambrick, Donald C., and Baumrin, Sara. (1988). A Model of CEO Dismissal. *The Academy of Management Review* 13(2): 255-270.
- Friedman, S.D. and H. Singh (1989). CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content. *Academy of Management Journal* 32: 718-744.
- Furtado, E., Rozeff, M. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial* 147-160.
- Gamson, William A., and Norman A. Scotch. (1964). Scapegoating in baseball. *American Journal of Sociology* 70: 69-72.
- Gibbons, R., Murphy, K. (1990). Relative performance evaluation and chief executive officers. *Industrial and Labor Relations* 43 (Special issue), 30-51.
- Griffeth, Rodger W., How, Peter W., and Gaertner, Stefan. (2000). A Meta-Analysis of Antecedents and Correlates of Employee Turnover: Update, Moderator Tests, and Research Implications for the Next Millennium. *Journal of Management*. 26(3): 463-488.
- Grusky, O. (1960). Administrative succession in formal organizations. *Social Forces*, 39(2): 105-115.
- Grusky, O. (1963). Managerial succession and organizational effectiveness. *American Journal of Sociology* 62: 21-31.

- Guest, R.H. (1962) Managerial succession in complex organizations. *American Journal of Sociology* 68: 47-54.
- Gupta, A.K., & Govindarajan, V. (1984). Business unit strategy, managerial characteristics, and business unit effectiveness at strategy implementation. *Academy of Management Journal* 27 (1): 25-41.
- Halpern, P. (1983). Corporate acquisitions: a theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions. *Journal of Finance* 38: 297-317.
- Hambrick D.C., Mason, P.A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review* 9: 193–206.
- Hambrick, D.C. and Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: a bridge between polar views of Organizations. *Research in Organizational Behavior* 9: 369-406.
- Hambrick, D.C., (2007). The field of management's devotion to theory: Too much of a good thing? *Academy of Management Journal* 50 (6): 1346-1352.
- Harrison, J.R., D.L. Torres, and S. Kukalis. (1988). The Changing of the Guard: Turnover and Structural Change in the Top-Management Positions. *Administrative Science Quarterly* 33: 211-232.
- Hay, D. C., W. R. Knechel, and N. Wong. (2006). Audit fees: A meta-analysis of the effect of supply and demand attributes. *Contemporary Accounting Research* 23 (1): 141–191.
- Hayes, R. H. (1979). The human side of acquisitions. *Management Review* 68: 41-46.
- Healy, Paul M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107

- Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88: 96–118.
- 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 \(4\)](#): 331–343.
- Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations* (Beverly Hills, CA: Sage Publications).
- Hollenbeck, John R. And Williams, Charles R. (1986). Turnover functionality versus turnover frequency: a note on work attitudes and organizational effectiveness. *Journal of Applied Psychology* 71: 606-611.
- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10: 74–91.
- Holmstrom, B. (1982). Moral hazard in teams. *Bell Journal of Economics* 13: 324-340.
- Holmstrom, B., Milgrom, P.R. (1991). Multi-task principal-agent analyses: incentive contracts, asset ownership and job design. *Journal of Law, Economics and Organization* 7: 524–552.
- 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.

- Ittner, C.D., Larcker, D.F., Rajan, M.V. (1997). The choice of performance measures in annual bonus contracts. *Accounting Review* 72: 231–255.
- 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.
- James, David R., and Michael Soref. (1981). Profit constraints on managerial autonomy: Managerial theory and the unmaking of the corporation resident. *American Sociological Review* 46: 1-18.
- Jennings, E.E. (1971). Routes to the executive suite. New York: McGraw-Hill.
- Jensen, M.C. and R.S. Ruback. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- 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.
- Johnston, M.W, Futrell, C.M. (1989). Functional salesforce turnover: an empirical investigation into the positive effects of turnover. *Journal of Business & Industrial Marketing* 15 (6): 399 – 415.
- Johnstone, K.M., and J.C. Bedard. (2004). Audit firm portfolio management decisions. *Journal of Accounting Research* 42 (4): 659-90.
- Kalyta, Paul. (2009). Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits. *The Accounting Review* 84 (5): 1553–1573.

- Kaplan, Steven N. and Minton, Bernadette A. (2006). How has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs. Working Paper Series.
- Kato, Takao and Long, Cheryl. (2006). Executive Turnover and Firm Performance in China. *The American Economic Review* 96(2); 363-367.
- Kesner, I.F., Sebor, T.C. (1994). Executive succession: Past, present and future. *Journal of Management* 20, 327– 372.
- Khurana, R. (2002). The Curse of the Superstar CEO. *Harvard Business Review*, 80(9).
- Kim, J., 1996. Additional evidence on relative performance evaluation hypothesis. Working paper. Carnegie Mellon University, Pittsburgh, PA.
- Kmenta, J., Ramsey, J. 1980. Evaluation of Econometric Models. Academic Press, New York.
- Knezevic and Pahor. The influence of management turnover on enterprise performance and corporate governance: the case of Slovenia. Working Paper.
- Kraut, A.I. (1975). Predicting turnover of employees from measured job attitudes. *Organizational Behavior and Human Performance* 13: 233-243.
- Krug, Jeffrey A. (2003). Executive Turnover in Acquired Firms: An Analysis of Resource-Based Theory and the Upper Echelons Perspective. *Journal of Management and Governance* 7: 117–143
- Lambert, Richard A., and David F. Larcker. (1985). Executive compensation, corporate decision-making and shareholder wealth: A review of the evidence. *Midland Corporate Finance Journal* 2(4): 6-22

- Larcker, David F. (1983). The association between performance plan adoption and corporate capital investment. *Journal of Accounting and Economics* 5: 3-30.
- Lazear, E.P. and S. Rosen. (1981). Rank order tournaments as optimum labor contracts, *Journal of Political Economy* 89: 841-864
- Leone, Andrew J. and Liu, Michelle. (2010). Accounting Irregularities and Executive Turnover in Founder-Managed Firms. *The Accounting Review* 85(1): 287-314
- Lieberson, Stanley, and James E O'Connor. (1972). Leadership and organizational performance. *American Sociological Review* 37:117-130.
- Lindrianasari dan Nurdiono. (2010). CEO Turnover in Indonesia: Does poor organizational performance drive CEO turnover? *Proceeding of The First Annual Indonesian Scholars Conference in Taiwan* 1 (1): 65-69.
- Lubatkin, M. H., Chung, K., Rogers, R., & Owers, J. (1986). The Effects of Executive Succession on Stockholder Wealth of Large Corporations. *Academy of Management Best Paper Proceedings*: 36-40
- Lubatkin, Michael, and Kae Chung. (1985). Leadership origin and organizational performance in prosperous and decline firms. *Academy of Management Proceedings* 85: 25-29.
- Lubatkin, Michael H., Chung, Kae H., Rogers, Ronald C., and Owers, James E. (1989). Stockholder Reactions to CEO Changes in Large Corporations. *The Academy of Management Journal* 32 (1): 47-68.
- March, J. G., & Simon, H. A. *Organizations*, New York: Wiley, 1958.
- Martin, Kenneth J. and McConnell, John J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *The Journal of Finance* 46 (2): 671-687

- Martin, T. N., Price, J. L., & Mueller, C. W. (1981). Job Performance and turnover, *Journal of Applied Psychology* 66: 116-119.
- Menon, Krishnagopal and Williams, David D. (2008). Management Turnover Following Auditor Resignations. *Contemporary Accounting Research* 25(2): 567-604.
- Meyer, J. W., and B. Rowan. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology* 83 (2): 340–363.
- Mian, S. (2001). On the choice and replacement of chief financial officers. *Journal of Financial Economics* 60 (1): 143-75.
- Michaels, C.E., & Spector, P.E. (1982) Causes of employee turnover: A test of the Mobley, Griffeth, Hand, and Meglino model. *Journal of Applied Psychology* 67: 53-59.
- Mobley, W. H. (1982). Some unanswered questions in turnover and withdrawal research. *Academy of Management Review* 7: 111-116
- Mobley, W. H. (1982). Employee turnover: Causes, consequences, and control. Reading, Mass.: Addison-Wesley.
- Mobley, W. H., Griffeth, R. W., Hand, H. H., and Meglino, B. H. (1979). Review and conceptual analysis of the employee turnover process. *Psychological Bulletin* 86: 493-522.
- Mobley, W.H., Homer, S.O., & Hollingsworth, A. T. (1978) An evaluation of precursors of hospital employee turnover. *Journal of Applied Psychology* 63: 408-414.
- Muchinsky, P. M., & Tuttle, M. L. (1979) Employee turnover: An empirical and methodological assessment. *Journal of Vocational Behavior* 14: 43-77.

- Murphy K., and J. L. Zimmerman. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16:273-315.
- Niehaus, G., and G. Roth. (1999). Insider trading, equity issues, and CEO turnover in firms subject to securities class action. *Financial Management* 28 (4): 52-72.
- Noreen, E. (1989). *Computer Intensive Methods for Testing Hypotheses: An Introduction*. John Wiley, New York.
- Ocasio, W. (1994). Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial corporations, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly* 39: 285-312.
- Oetzel, J. G., Ting-Toomey, S., & Rinderle, S. (2006). Conflict communication in contexts: A social ecological perspective In J.G. Oetzel & S. Ting-Toomey (Eds.) *The Sage handbook of conflict communication*. Thousand Oaks, CA: Sage. (invited). *Research in Organizational Behavior*, Vol. 9, JAI Press, Greenwich, CT
- Park, S., and M. S. Rozeff. (1994). *The Role of Outside Shareholders, Outside Boards, and Management Entrenchment in CEO Selection.* Unpubl. Manuscript, State Univ. of New York at Buffalo.
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* 46: 165-197.
- Pettman, B. D. (1973) Some factors influencing labor turnover: A review of the literature. *Industrial Relations Journal* 4(3): 43-61.
- Pfeffer, J. (1981) *Power in organizations*. Marshfield, MA: Pitman
- Pfeffer, J. and A. Davis-Blake. (1986). Administrative succession and organizational performance: how administrative experience mediates the succession effect. *Academy of Management Journal* 29: 72-83.

- Pitcher, Patricia, Chreim, Samia, and Kisfalvi, Veronika. (2000). CEO Succession Research: Methodological Bridges over Troubled Waters. *Strategic Management Journal* 21(6): 625-648.
- Porter, L.W., R.M. Steers, W.H. Mowday and P.V. Boulian. (1974), Organizational Commitment, Job- Satisfaction, and Turnover among Psychiatric Technicians. *Journal of Applied Psychology* 59: 603-609.
- Potter, Sharyn J., and Dowd, Timothy J. (2003). Executive Turnover and the Legal Environment: The Case of California Hospitals, 1960-1995. *Sociological Forum* 18(3): 441-464.
- Price, J. L., & Mueller, C. W. (1981) A causal model of turnover for nurses. *Academy of Management Journal* 24: 543-545.
- Price, J.L.: (1977), *The Study of Turnover* (Ames: Iowa State University Press).
- Puffer, Sheila M., and Weintrop, Joseph B. (1991). Corporate performance and CEO turnover: the role of performance expectations. *Administrative Science Quarterly* 36: 1-19.
- Rafanavičienė, Solveiga Buožiute, Pundziene, Asta, and Turauskas, Linas. (2009). Relation between the Attributes of Executive Successor and Organizational Performance. *Inžinerine Ekonomika-Engineering Economics* 2:65-74.
- Reinganum, M. R. (1985). The effect of executive succession on stockholder wealth', *Administrative Science Quarterly* 30: 46-60.
- Robinson, Brian S., and Arthur P. Brief. (1985). *CEO succession among America's largest firms*. Paper presented at the national meeting of the Academy of Management, San Diego.

- Salancik, G.R. and J. Pfeffer. (1980). Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations. *Academy of Management Journal* 23: 653–664.
- Scholes, M., Williams, J. (1977). Estimating Betas from Non-synchronous data. *Journal of Financial Economics* 5: 309–327.
- Selznick, P. (1957). Leadership in administration. New York: Harper and Row.
- Setiawan, Doddy. (2008). An Analysis Of Market Reaction To CEO Turnover Announcement: The Case In Indonesia. *International Business and Economics Research Journal* 7(2): 119-127.
- Shen, Wei and Cannella, Albert A. Jr. (2003). Will Succession Planning Increase Shareholder Wealth? Evidence from Investor Reactions to Relay CEO Successions. *Strategic Management Journal* 24(2): 191-198.
- Shen, Wei and Cannella Jr, Albert A.. (2002). Power Dynamics within Top Management and Their Impacts on CEO Dismissal Followed by Inside Succession. *The Academy of Management Journal* 45(6): 1195-1206.
- Shen, Wei. (2000). Political dynamics within corporate upper echelons and their Impacts on contender and outsider CEO succession. *Academy of Management Proceedings BPS: H1*.
- Shu, Susan. 2000. Auditor resignations: Clientele effects and legal liability. *Journal of Accounting and Economics* 29 (2): 173-206.
- Sloan, R.G., 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16, 55–100.
- 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.
- Smith, Mark and White, Michael C. (1987). Strategy, CEO Specialization, and Succession. *Administrative Science Quarterly* 32(2): 263-280.
- Srinivasan, S. (2005). Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members. *Journal of Accounting Research* 43 (2): 291-334.
- Staw, B.M. (1980). The consequences of turnover. *Journal of Occupational Behavior* 1: 253-273
- Suchman, Mark C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review* 20 (3): 571-610.
- Tiessen, P. and J.H. Waterhouse. (1983). Towards a descriptive theory of management accounting. *Accounting, Organizations and Society* 8(2-3): 251-267.
- Vancil, R.F.: 1987, *Passing the Baton* (Boston: Harvard Business School Press).
- Verweire K., van den Berghe, L. (2004). Integrated performance management: a guide to strategy implementation. London Thousand Oaks, Calif.: Sage.
- Virany, Beverly, Michael L. Tushman, and Elaine Romanelli. (1985). *A longitudinal study of the determinants and effects of executive succession*. *Academy of Management Proceedings* 85: 186-190.
- Walsh, James P. (1988). Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions. *Strategic Management Journal* 9 (2): 173-183.

- Wang, Hongxia and Davidson III, Wallace N. (2009). CEO Age And Managerial Discretion: Evidence From CEO Succession. *Journal Of Academy Of Business And Economics* 9(4): 149-165.
- Wanous, J.P., Stumpf, S.A. and Bedrosian, H. (1979). Job survival of new employees. *Personnel Psychology* 32: 651-662
- Warner, Jeroid B. Watts, Ross L., and Wruck, Karen H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20: 461-492.
- Weiner, Nan, and Thomas A. Mahoney. (1981). A model of corporate performance as a function of environmental, organizational, and leadership influences. *Academy of Management Journal* 24: 453-470.
- Weisbach, Michael S. (1988). Outside directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Wells, D., and M. Loudder. (1997). The market effects of auditor resignations. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 16 (1): 138-44.
- Wright, P., M. Kroll and D. Elenkov. (2002). Acquisition Returns, Increase in Firm Size, and Chief Executive Officer Compensation: The Moderating Role of Monitoring. *Academy of Management Journal* 5 (45).
- Zajac, E. J., Westphal, J. D. (1996). Who shall succeed? How CEO/Board preferences and power affect the choice of new CEOs. *Academy of Management Journal*, 39(1), 64- 90.
- Zhang, Y., Rajagopalan, N. (2003). Explaining new CEO origin: Firm versus industry antecedents. *Academy of Management Journal* 46(3), 327-338.

Zhou, Haiyan, Xiong, Yan and Ganguli, Gouranga (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: 43-56.

INDEKS

A

abnormal returns 112
adverse selection 106
akuntansi akrual 28, 31
audit fee 32, 33, 34, 159

B

blueprint 17, 18, 20
Book value of equity 21

C

current ratio 21, 23, 24

D

Debt to equity 21
diskresi manajerial 105, 107, 108, 109, 110, 155

E

earnings akuntansi 30, 31, 64
excess returns 112, 113, 118, 119, 121

F

forced departures 43

G

Good Corporate Governance 13, 181

H

human capital 77, 85, 91, 92, 93, 105, 126

I

Individualism-collectivism 146

Institutional theory 35, 159

Interest coverage ratio 22, 23

K

kapitalisasi pasar modal 119

L

Legitimasi 34, 158, 181

long window 118

M

managerial discretion 105, 106, 109

market share 53, 54

masculinity-femininity 147

meta-analytic 139

mutual agreement 82

N

natural log 21, 53, 64

non-mutually exclusive 28

O

off-quadrant 84

opsi saham 37, 38

P

pergantian sukarela 78, 79, 82, 84, 91, 92, 108, 109, 161

power distance 144

Profit Margin on Sales 53

R

Relative Performance Evaluation 56, 181

reportable event 96, 97, 98, 101

return on assets 24, 112, 126, 135
return saham 42, 45, 46, 58, 64, 66, 73, 86, 88, 89, 151
Ritual Scapegoating Theory 9, 25, 157, 181

S

shortcoming 118
Social Capital 91, 161, 168, 182
Social Ecological 161
Stock Plans 38, 182

T

task repetitiveness 141
Teori equilibrium organisasional 130, 153
teori kekuasaan 122, 154
times interest earned measure 22
Total assets 21, 23
Total debt 21

U

uncertainty avoidance 145

