

PENGARUH WAKTU PERGANTIAN CEO TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

(Disertasi)

Oleh :

HIDAYATULLAH

NPM 1731041004



**PROGRAM PASCASARJANA DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
2024**

ABSTRAK

PENGARUH WAKTU PERGANTIAN CEO TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Oleh:

Hidayatullah

Pergantian CEO sering dikaitkan dengan perubahan dalam kinerja keuangan dan kinerja pasar individu perusahaan. Penyebab pergantian CEO biasanya terkait dengan kinerja perusahaan yang buruk atau peningkatan kinerja yang terjadi akibat pergantian tersebut. Hubungan antara waktu pergantian CEO dan kinerja perusahaan merupakan topik yang menarik untuk diteliti lebih lanjut. Penelitian ini menginvestigasi pengaruh waktu pergantian CEO terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar individu, dengan menggunakan latar belakang pendidikan CEO sebagai variabel pemoderasi, serta jumlah anggota dewan direksi dan asal-usul CEO (dari dalam atau luar perusahaan) sebagai variabel Independen lainnya. Penelitian ini mendasarkan analisisnya pada empat teori utama, yaitu Teori Agensi, Teori *Upper Echelons*, Teori *Big Bath*, dan Teori Akuntansi Positif. Data yang digunakan diperoleh dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011 hingga 2020, dengan populasi awal sebanyak 709 perusahaan. Dari jumlah tersebut, dipilih sampel sebanyak 27 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa waktu pergantian CEO memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini mendukung Teori *Upper Echelons* dan Teori *Big Bath*, yang menggarisbawahi peran CEO sebagai pembuat keputusan strategis utama dalam organisasi, dengan keputusan mereka memberikan dampak langsung terhadap hasil organisasi. Namun, waktu pergantian CEO tidak terbukti berpengaruh terhadap kinerja pasar individu. Ini menunjukkan bahwa waktu pergantian CEO tidak menyediakan informasi penting bagi investor, sehingga tidak mempengaruhi keputusan investasi mereka dan tidak berdampak pada kinerja pasar individu. Selanjutnya, penelitian ini menemukan bahwa pengangkatan CEO dari luar perusahaan dan jumlah dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan atau kinerja pasar individu. Terakhir, latar belakang pendidikan CEO tidak terbukti memperkuat hubungan antara waktu pergantian CEO dengan kinerja keuangan maupun kinerja pasar individu.

Kata Kunci: *CEO Turnover Time, Firm Performance, Market Performance, Agency Theory, Upper Echelons Theory, Big Bath Theory, Positive Accounting Theory.*

ABSTRACT

THE EFFECT OF CEO TURNOVER TIME ON FIRM PERFORMANCE

By:

Hidayatullah

CEO The replacement of a CEO is often linked with changes in the financial performance and market performance of individual companies. The reasons for CEO turnover are usually associated with poor company performance or performance improvements resulting from the change. The relationship between the timing of CEO turnover and company performance is an intriguing topic for further research. This study investigates the impact of the timing of CEO turnover on financial and market performance of individuals, using the educational background of the CEO as a moderating variable, as well as the number of board members and the origin of the CEO (from within or outside the company) as other Independent variables. This research bases its analysis on four main theories: Agency Theory, Upper Echelons Theory, Big Bath Theory, and Positive Accounting Theory. The data used was obtained from companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2011 to 2020, with an initial population of 709 companies. From this number, a sample of 27 companies was selected. The results of the study indicate that the timing of CEO turnover has a significant positive effect on the financial performance of the company. This finding supports the Upper Echelons Theory and the Big Bath Theory, which underscore the role of the CEO as the primary strategic decision-maker in the organization, with their decisions having a direct impact on organizational outcomes. However, the timing of CEO turnover was not found to have an effect on individual market performance. This suggests that the timing of CEO turnover does not provide critical information to investors, thus not influencing their investment decisions and not impacting individual market performance. Furthermore, this study found that the appointment of a CEO from outside the company and the number of board members do not have a significant influence on either financial performance or individual market performance. Lastly, the educational background of the CEO was not proven to strengthen the relationship between the timing of CEO turnover and either financial or market performance.

Keywords: CEO Turnover Time, Firm Performance, Market Performance, Agency Theory, Upper Achelons Theory, Big Bath Theryory, Positive Accounting Theory.

**PENGARUH WAKTU PERGANTIAN CEO TERHADAP KINERJA
PERUSAHAAN**

**Oleh
HIDAYATULLAH**

Disertasi

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
Doktor Ilmu Ekonomi

Pada

Program Pascasarjana Doktor Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Lampung



**PROGRAM PASCASARJANA DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
2024**

Judul Disertasi : **PENGARUH WAKTU PERGANTIAN CEO TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN**

Nama Mahasiswa : **HIDAYATULLAH**

Nomor Pokok Mahasiswa : **1731041004**

Peminatan : **Ilmu Akuntansi Keuangan**

Program Studi : **Doktor Ilmu Ekonomi**

Fakultas : **Ekonomi dan Bisnis**

MENYETUJUI

Komisi Pembimbing

Prof. Dr. Lindrianasari, S.E., M.Sc., Akt., CA. **Promotor**
NIP. 197008171997032002

Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt. **Co. Promotor**
NIP. 197008011995122001

Prof. Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M.Si., Akt. **Co. Promotor**
NIP. 197506202000122001

Mengetahui

Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi

Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.
NIP. 196109041987031011

MENGESAHKAN

1. Tim Pengujian

- Ketua** : **Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.**
(Pengujian Internal – Dekan FEB Universitas Lampung)
- Sekretaris** : **Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.**
(Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi FEB Universitas Lampung)
- Anggota** : **Prof. Dr. Sylvia Veronica Siregar, S.E., Ak., CA., CSRS., CSRA**
(Pengujian Eksternal – FEB Universitas Indonesia)
- : **Prof. Dr. Einde Evana, S.E., M.Si., Akt.**
(Pengujian Internal – FEB Universitas Lampung)
- : **Dr. Fajar Gustiawati Dewi, S.E., M.Si., Akt.**
(Pengujian Internal – FEB Universitas Lampung)

2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.
NIP. 196606211990031003

3. Direktur Program Pasca Sarjana Universitas Lampung

Prof. Dr. H. Murhadi, M.Si.
NIP. 196403261989021001

4. Tanggal Lulus Ujian Disertasi: 1 Februari 2024

LEMBAR PERNYATAAN

Saya bertanda tangan di bawah ini

Nama : Hidayatullah
NPM : 1731041004
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Program Studi : Doktor Ilmu Ekonomi
Judul Disertasi : Pengaruh Waktu Pergantian CEO Terhadap Kinerja Perusahaan

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Hasil penelitian/disertasi serta sumber informasi atau data adalah benar merupakan hasil karya sendiri dan belum diajukan dalam bentuk apapun kepada perguruan tinggi manapun. Semua sumber data dan informasi yang berasal atau dikutip dari karya yang diterbitkan dari penulis lain telah dicantumkan dalam daftar pustaka di bagian akhir penelitian/disertasi ini.
2. Menyerahkan sepenuhnya hasil penelitian saya dalam bentuk hardcopy dan softcopy untuk dipublikasikan kepada media cetak ataupun elektronik pada program studi Doktoral Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Tidak akan menuntut ataupun mengganti rugi dalam bentuk apapun atas segala sesuatu yang dilakukan oleh Program Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung terhadap Hasil penelitian/disertasi saya.
4. Apabila dikemudian hari ternyata penulisan disertasi ini merupakan Hasil plagiat/penjiplakan terhadap karya orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi hukum yang berlaku di Negara Kesatuan Republik Indonesia.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya untuk dapat digunakan sebagaimana mestinya.

Bandar Lampung, 1 Februari 2024
Pembuat Pernyataan,



(Hidayatullah)

MOTTO

“Ilmu dipelajari untuk di jaga dan dibagikan ke masyarakat”

-Hidayatullah-

SANWACANA

Puji syukur kehadiran Allah Subhanahu wa Ta'ala yang telah melimpahkan rahmat serta hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul "Pengaruh Waktu Pergantian CEO Terhadap Kinerja Perusahaan". Penulisan disertasi ini merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar Derajat Doktor Ilmu Ekonomi dalam Bidang Akuntansi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Penulis menyadari bahwa disertasi dapat diselesaikan berkat dukungan dan bantuan dari berbagai pihak, baik secara langsung maupun tidak langsung. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terimakasih dan penghargaan yang tinggi kepada yang terhormat:

1. Tim Promotor, Ibu Prof. Dr. Lindrianasari, S.E., M.Sc., Akt., CA., selaku Promotor, Ibu Dr. Agrianti Komalasari, SE., MSi., Akt., dan Ibu Prof. Dr. Rindu Rika Gamayuni, SE., MSi., Akt., selaku Ko Promotor yang telah mencurahkan tenaga, pikiran, keilmuan, dan waktunya yang sangat berharga untuk memberikan bimbingan kepada penulis. Terimakasih atas kesabaran dan dorongan motivasi agar penulis optimal dalam berkarya.
2. Tim Penguji Proposal Disertasi, Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E., M.Si., Akt., Prof. Dr. Sylvia Veronica Siregar, S.E., Ak., CA., CSRS., CSRA, dan Ibu Dr. Fajar Gustiawati Dewi, S.E., M.Si., Akt. atas saran-saran dan masukan untuk perbaikan disertasi ini.
3. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, Bapak Prof. Dr. Nairobi, M. Si., dan Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Lampung, Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si. beserta staff dan para dosen pengajar Program S3 FEB Universitas Lampung yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih yang tidak terhingga kepada Bapak/Ibu Dosen yang telah memberikan ilmu pengetahuan, wawasan, dan metode perkuliahan yang sangat baik bagi penulis.

4. Teman-teman seperjuangan program S3 semoga kalian tetap semangat dalam meraih cita-cita yang sama di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
5. Ibunda, Ayahanda, Istri, dan anak-anakku tercinta serta seluruh keluarga besar. Terimakasih atas semua dukungan, do'a, dan pengorbanannya selama ini, semoga Allah SWT memberikan kita semua kesehatan dan umur yang panjang sehingga kita dapat selalu berkumpul dan bersama-sama dalam waktu yang lama, saling mengisi, menghormati dan menyayangi.

Akhir kata, semoga gelar Doktor yang didapat penulis dapat menambah ilmu, wawasan serta manfaat yang mendukung profesi sebagai dosen agar lebih amanah dalam bertugas, menjadi peneliti profesional dan mengabdikan pada masyarakat terutama di Institut Informatika dan Bisnis Darmajaya.

Bandar Lampung, 1 Februari 2024

Hidayatullah

DAFTAR ISI

Halaman

BAB I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah.....	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Keaslian dan Kebaruan Penelitian	7
1.5 Kontribusi Penelitian.....	22

BAB II. KAJIAN TEORI

2.1 Kajian Teori	23
2.1.1 Teori Akuntansi Positif (<i>Positive Accounting Theory</i>)	23
2.1.2 Teori Agensi (<i>Agency Theory</i>).....	24
2.1.3 Teori Upper Echelons (<i>Upper Echelons Theory</i>)	28
2.1.4 Teori Mandi Besar (<i>Big Bath Theory</i>)	29
2.1.5 Kinerja Perusahaan	30
2.1.6 Kinerja Pasar	32
2.1.7 Waktu Pergantian CEO	33
2.1.8 Asal CEO	33
2.1.9 Jumlah Dewan Direksi	34
2.1.10 Latar Belakang Pendidikan CEO	34
2.2 Pengembangan Hipotesis Penelitian	35
2.2.1 Pengaruh Waktu Pergantian CEO	35
2.2.2 Pengaruh Asal CEO	39
2.2.3 Pengaruh Jumlah Dewan Direksi	41
2.2.4 Pengaruh Latar Belakang Pendidikan CEO	42
2.3 Model Penelitian	45

BAB III. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel	46
3.1.1 Populasi	46
3.1.2 Sampel	46
3.2 Definisi Operasional Variabel Penelitian	48
3.2.1 Variabel Dependen (Y).....	48
3.2.2 Variabel Independen (X).....	49
3.2.3 Variabel Moderasi	50
3.3 Jenis dan Sumber Data	51
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	52
3.5 Metode Analisis Data	52
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif	52

3.5.2 Model Pengujian Hipotesis	52
3.5.3 Koefisien Determinasi	53
3.6 Metode Pengolahan Data	54
3.7 Uji Asumsi Klasik	63
3.8. Uji Statistik F (Keandalan Model)	72
3.9. Uji Statistik t	72

BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Deskripsi Sampel Penelitian.....	73
4.2 Analisis Statistik.....	75
4.2.1 Analisis Waktu Pergantian CEO	75
4.2.2 Analisis Asal Pengangkatan CEO	76
4.2.3 Jumlah Dewan Direksi	78
4.2.4 Latar Belakang Pendidikan CEO	81
4.2.5 Kinerja Keuangan	83
4.2.6 Kinerja Pasar Individual	85
4.3 Analisis Deskriptif.....	88
4.4 Tahapan Analisis	93
4.4.1 Pemilihan Model Data Panel	93
4.4.2 Uji Asumsi Klasik	95
4.4.3 Pengujian Hipotesis	97
4.4.4 Koefisien Determinasi	100
4.4.5 Hasil Uji t	102
4.5 Pembahasan	103
4.5.1 Pengaruh Waktu penggantian CEO terhadap Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual	103
4.5.2 Pengaruh Pengangkatan CEO yang berasal dari luar perusahaan (<i>outside</i>) terhadap Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual	108
4.5.3 Pengaruh Jumlah Dewan Direksi terhadap Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual	110
4.5.4 Latar Belakang Pendidikan CEO memperkuat Hubungan antara Waktu Pergantian CEO dengan Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual	112

BAB V. SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

5.1 Simpulan	115
5.2 Keterbatasan Penelitian	119
5.3 Saran.....	119
5.4 Kontribusi Penelitian	120
5.5 Pengembangan Penelitian di Masa Depan	121

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1.1 Hasil Pendataan Jurnal	8
1.2 Jumlah Artikel Berdasarkan Jenis/Sumber Publikasi	8
1.3 Frekuensi Kemunculan kata kunci	14
1.4 Perbandingan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya mengenai pergantian CEO dan Kinerja Perusahaan	18
2.1 Waktu Pergantian CEO	33
3.1. Kriteria dan Jumlah Sampel Penelitian	47
3.2. Pengukuran Waktu Pergantian CEO	49
4.1 Distribusi Sampel Berdasarkan Sektor Industri	73
4.2 Rincian Perusahaan Sampel Berdasarkan Sektor Industri	74
4.3 Waktu Pergantian CEO Perusahaan Sampel Tahun 2011 – 2020	75
4.4 Asal Pengangkatan CEO Perusahaan Sampel Tahun 2011 – 2020	77
4.5 Jumlah Dewan Direksi (Number of BOD) Perusahaan Sampel Tahun 2011 – 2020.....	79
4.6 Latar Belakang Pendidikan CEO (Educational Background) Perusahaan Sampel Tahun 2011 – 2020	82
4.7 Data Kinerja Keuangan Perusahaan Sampel Tahun 2011 – 2020 (%).....	83
4.8 Data Kinerja Pasar Individual Perusahaan Sampel Tahun 2011 – 2020 (%).....	84
4.9 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif	88
4.10 Uji Chow.....	93
4.11. Uji Lagrange Multiplier (LM)	94
4.12. Uji Multikolinieritas	95
4.13. Uji Heteroskedastisitas	97
4.14. Hasil Pengujian Waktu Pergantian CEO dan Kinerja Perusahaan	98

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1.1 Jumlah publikasi jurnal CEO Turnover bereputasi (Q1 hingga Q4) per tahun (1985-2020).....	9
1.2 Penerbit Jurnal Internasional dengan Topik CEO Turnover	10
1.3 Daftar jurnal internasional yang memuat lebih dari satu artikel	11
1.4. Peta visualisasi berdasarkan kata kunci dari seluruh artikel.....	12
1.5. Peta densiti berdasarkan kata kunci dari seluruh artikel	12
1.6 Peta visualisasi berdasarkan kata kunci dari jurnal terindeks scopus (Q1 hingga Q4)	13
1.7. Peta densiti berdasarkan kata kunci dari jurnal terindeks scopus (Q1 hingga Q4)	14
1.8. Grafik jumlah artikel berdasarkan negara tempat Publikasi Berada dari jurnal terindeks scopus (Q1 hingga Q4)	16
2.1 Model Penelitian Pertama.....	45
2.2. Model Penelitian Kedua	45

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran

1. Data Penelitian
2. Hasil Pemilihan Model Penelitian
3. Hasil Uji Asumsi Klasik
4. Hasil Uji Regresi

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Keberadaan seorang pemimpin di dalam suatu perusahaan merupakan hal yang sangat penting untuk keberlangsungan perusahaan tersebut. Seorang pemimpin perusahaan atau yang lebih dikenal dengan nama *Chief Executive Officer* (CEO) mempunyai tanggung jawab untuk meningkatkan kinerja perusahaan, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Kinerja perusahaan yang berjalan dengan baik dan sesuai dengan aturan perusahaan yang telah ditetapkan secara keseluruhan merupakan suatu tonggak bagi perusahaan dalam menjalankan kepentingan perusahaan. Mulai dari perencanaan awal perusahaan sampai pada tahap pencapaian tujuan perusahaan. Perusahaan harus memiliki sistem kelola yang baik dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan. *Chief Executive Officer* (CEO) yang kompeten dalam bidangnya merupakan suatu langkah awal agar perusahaan dapat bersaing dalam dunia bisnis.

Pergantian CEO merupakan strategi terbaik bagi perusahaan yang sedang turun kinerjanya demi menentukan nasib barunya di masa depan. Pergantian CEO menjadi salah satu isu yang penting bagi perusahaan dalam beberapa tahun terakhir. Pergantian CEO menjadi suatu isu yang hangat dikarenakan banyaknya perusahaan-perusahaan besar yang melakukan pergantian CEO. Suatu perusahaan dalam kurun waktu tertentu membutuhkan penyegaran, yaitu dengan melakukan perubahan pimpinan dalam organisasi untuk meningkatkan motivasi kerja dan meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil penelitian Kim *et al.*, (2020) menunjukkan bahwa perusahaan dengan pergantian CEO lebih sering menunjukkan kinerja yang buruk. Salah satu peristiwa pergantian CEO di Indonesia yaitu dilakukan oleh PT Kereta Api Indonesia (KAI). Pada awal masa jabatan Ignatius Jonan sebagai Direktur utama yaitu tahun 2008, PT KAI mengalami kerugian sebesar Rp83,5 miliar. Setahun berselang, PT KAI meraih laba Rp154,8 miliar. Pada 2013, laba KAI mencapai Rp560,4 miliar dengan aset Rp15,2 triliun atau hampir tiga kali lipat dari posisi tahun 2009 (Maulana, 2020). Kondisi ini menunjukkan kesuksesan dari pergantian CEO, yaitu meningkatnya kinerja perusahaan.

Waktu pergantian CEO merupakan suatu sinyal yang diberikan oleh perusahaan kepada investor bahwa akan ada perubahan dalam pengelolaan perusahaan dengan cara menerapkan peraturan dan prosedur baru, serta perubahan kebijakan yang ditetapkan oleh CEO baru yang diharapkan meningkatkan kinerja perusahaan (Setiawan, 2007). Penggantian CEO adalah suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain. Pergantian CEO dapat melalui sebuah proses yang rutin atau sebuah proses yang non-rutin. Menurut Pourciau, (1993), pergantian CEO yang rutin adalah pergantian yang terstruktur dan direncanakan dengan matang. CEO lama biasanya tetap menduduki jabatan sebagai Dewan Direksi dan tetap memantau jalannya perusahaan. Sedangkan pergantian non-rutin adalah kondisi perusahaan yang tidak menyiapkan proses pergantian CEO karena keterbatasan waktu dan kesempatan untuk memilih calon CEO. Proses ini tidak terencana. Akan tetapi, sangat sulit untuk mengetahui alasan pergantian CEO karena perusahaan biasanya cenderung untuk menutupi kejadian sesungguhnya di perusahaan (Defond & Hung, 2004; D. J. Denis & Denis, 1995; Lindrianasari & Hartono, 2012). *Riset Pricewaterhouse Coopers (PwC)* menemukan fakta bahwa pada tahun 2015 sebanyak 17% dari 2.500 perusahaan publik terbesar di dunia mengganti CEO-nya dan semakin banyak perusahaan besar yang dengan sengaja memilih untuk mengangkat CEO baru dari luar perusahaan sebagai bagian dari rencana suksesi. Hal ini mengisyaratkan bahwa, mempekerjakan orang luar perusahaan telah menjadi sebuah pilihan kepemimpinan yang disengaja dan bukan hanya kebutuhan. Pengangkatan orang luar perusahaan mewakili 22% dari seluruh CEO yang diangkat melalui rencana suksesi antara 2012-2015, meningkat dari 14% pada tahun 2004-2007. Selain itu, hampir tiga perempat CEO yang merupakan orang luar perusahaan diangkat selama suksesi yang direncanakan pada periode tersebut, meningkat 43% dibandingkan tahun 2004-2007. Mayoritas perusahaan terus-menerus menaikkan jabatan orang dalam perusahaan hingga posisi CEO (PwC, 2016).

Pergantian CEO suatu perusahaan diharapkan akan merubah juga visi, misi dan strategi yang akan dijalankan oleh perusahaan. Setiap pergantian CEO diharapkan dapat menyegarkan kembali situasi dalam perusahaan. McGee *et al.*, (1995) menyimpulkan bahwa pergantian eksekutif akan mempengaruhi kinerja perusahaan

dan mereka melaporkan peningkatan efisiensi kinerja secara signifikan ternyata hanya terjadi pada perusahaan yang melakukan pergantian pada top-manajernya.

Probabilitas pergantian CEO pada perusahaan akan semakin besar jika kinerja keuangan semakin buruk. Kinerja keuangan terlihat pada laporan keuangan perusahaan (Lindrianasari *et al.*, 2011; Pharamitha & Bahtiar, 2012). Pergantian CEO berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan (Trisnantari, 2012; Mackey, 2008). Jadi kinerja keuangan menjadi alasan untuk melakukan pergantian CEO (Lindrianasari *et al.*, 2011). Kinerja keuangan berhubungan negatif dengan pergantian CEO (Brunello *et al.*, 2003). Selain itu juga semakin lama dan besar sebuah perusahaan yang di kelola CEO, mempengaruhi kinerja keuangan (Majumdar, 1997).

Perusahaan memiliki ketentuan yang berlaku dalam memilih CEO baru. Perusahaan biasanya mengutamakan pengalaman seseorang yang kompeten, orang yang mampu mengikuti perkembangan jaman, orang yang berpengalaman di bidang ekonomi, orang yang tidak ceroboh, bisa dipercaya, bijaksana, ulet dan kerja keras. Perusahaan dengan keluarga sebagai pengendali biasanya akan memilih CEO untuk memaksimalkan kesejahteraan keluarga (Burkart *et al.*, 2003). Keluarga yang mengendalikan akan menjaga manajemen dalam keluarga selama manfaat untuk memiliki CEO keluarga melebihi biayanya (Bennedsen *et al.*, 2007). CEO yang berasal dari anggota keluarga umumnya tidak berbakat. Kemampuan inferior seorang CEO yang berasal dari keluarga berbahaya bagi nilai saham (Minichilli *et al.*, 2010). Di sisi lain, manfaat dari CEO yang berasal dari keluarga adalah bahwa keluarga yang mengendalikan tidak harus membayar biaya pemantauan. Selain itu, keluarga dapat menikmati manfaat pribadi dari kontrol dan memiliki keleluasaan untuk mengambil alih dari pemegang saham minoritas (Anderson & Reeb, 2003). CEO dengan latar belakang yang berbeda (anggota keluarga atau profesional) menyiratkan tingkat kemampuan manajerial yang berbeda dan menginduksi berbagai jenis masalah keagenan. Kemampuan CEO dan masalah keagenan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan (Claessens *et al.*, 2002; Jensen & Meckling, 1976; Reger, 1997).

Seiring dengan berkembangnya era globalisasi, tingkat Pendidikan menjadi salah satu faktor penting yang perlu diperhatikan. Untuk bisa bekerja di perusahaan

terutama pada saat ini, diperlukan kualifikasi tingkat edukasi dan kualitas universitas yang baik. Pada tahun 2014, kebanyakan setiap CEO pada perusahaan di Indonesia setidaknya memiliki sarjana *undergraduate* dan *master*, sedangkan jumlah CEO dengan sarjana *phd* masih jarang di Indonesia. Pendidikan merupakan hal penting dalam membangun sebuah negeri, buruknya Pendidikan akan melahirkan generasi yang kurang baik. Cara seseorang berbicara maupun cara seseorang bersikap sesuai dengan pendidikan yang telah mereka miliki. Ponnu, (2008) berpendapat bahwa peran CEO yang memiliki keahlian, diharapkan dapat menghadapi berbagai masalah dalam perusahaan. Latar belakang dan pengalaman yang sesuai dengan kebutuhan perusahaan, merupakan hal penting bagi komposisi dewan secara keseluruhan. Kebutuhan perusahaan akan latar belakang pendidikan dan pengalaman CEO terus berubah seiring perubahan waktu. CEO yang mempunyai pendidikan, pengetahuan, dan berpengalaman diharapkan dapat mengidentifikasi, menganalisis dan mengambil kebijakan bisnis dengan benar dalam mengoptimalkan semua peluang bisnis untuk mendapatkan keberhasilan (terutama kinerja keuangan) di masa depan. Gottesman & Morey, (2006) menyatakan bahwa salah satu kualitas kunci dari CEO yang sukses adalah kemampuan menggunakan berbagai jenis pengetahuan, kemampuan mengolah informasi terkait dengan kecerdasan yang lebih tinggi yang kemudian akan meningkatkan kinerja perusahaan. Kotur & Anbazhagan, (2014), menyatakan bahwa pendidikan dan pengalaman memengaruhi kinerja pekerja. Menurut Ying & Mei, (2014), terdapat pengaruh signifikan dan terbalik antara tingkat pendidikan CEO dan kinerja perusahaan, artinya semakin tinggi tingkat pendidikan CEO tidak akan membantu untuk meningkatkan kinerja perusahaan melainkan memperburuk kinerja perusahaan. Semakin tinggi tingkat pendidikan dari para CEO akan menyebabkan mereka untuk menjadi terlalu percaya diri, hal ini dapat memperburuk kinerja perusahaan.

Penelitian ini dilakukan untuk melihat bagaimana kinerja perusahaan di Indonesia setelah pergantian CEO dilakukan. Penelitian ini mengklasifikasikan pengganti CEO baru berasal dari dalam (*inside*) atau dari luar (*outside*) perusahaan. Menurut Srivastav *et al.*, (2017), CEO *inside* adalah CEO yang berasal dari dalam perusahaan, atau telah bekerja lebih dari tiga tahun di perusahaan tersebut. CEO

pernah memegang jabatan di perusahaan tersebut sebelumnya, atau masih mempunyai hubungan keluarga atau keturunan. Disebut CEO *outside* apabila seseorang yang saat menjadi CEO kurang dari tiga tahun bekerja di perusahaan tersebut, belum pernah memegang jabatan tertentu dalam perusahaan dan tidak mempunyai hubungan keluarga atau keturunan (Weisbach, 1988). Peneliti tertarik dengan penelitian ini karena penelitian tentang perubahan kinerja perusahaan setelah Waktu pergantian CEO di Indonesia masih jarang dilakukan. D. J. Denis & Denis, (1995) dan Trisnantari, (2012) menyatakan bahwa kinerja perusahaan meningkat secara signifikan setelah terjadi pengumuman pergantian CEO. Penelitian ini juga melihat pengaruh jumlah Dewan direksi serta latar belakang pendidikan CEO terhadap kinerja perusahaan.

Sejumlah studi empiris mendokumentasikan akuntansi *big bath*, yaitu, CEO baru meningkatkan pengeluaran diskresioner selama tahun pertama mereka menjabat. Literatur yang ada menyatakan bahwa CEO yang baru menjabat akan melakukan *big bath* untuk mengurangi target kinerja dan menyimpan pendapatan untuk periode mendatang. Kinerja buruk pada tahun pertama, yang biasanya hanya berlangsung setengah tahun, sering kali disalahkan pada CEO sebelumnya dan, oleh karena itu, hanya berdampak kecil pada reputasi CEO baru menurut Hensel & Schöndube (2022). Sebaliknya, hasil baik pada tahun-tahun berikutnya disebabkan oleh kinerja manajer baru dan peningkatan reputasinya. Jadi, salah satu motivasi di balik akuntansi perusahaan besar adalah masalah karier. Murphy dan Zimmerman (1993) mengatakan kekhawatiran karir menciptakan insentif implisit melalui ekspektasi upah di masa depan terkait dengan peluang kerja seorang CEO. Pelaku pasar tenaga kerja memperbarui keyakinan mereka mengenai kemampuan CEO dengan datangnya informasi baru tentang kinerjanya. Dengan demikian, laba akuntansi saat ini berdampak pada reputasi manajer dan kompensasinya di masa depan. Namun, akuntansi *bigbath* tidak diterapkan di semua perusahaan setelah pergantian manajemen, sehingga faktor tambahan yang mempengaruhi insentif manajemen laba manajer pada tahun pertamanya menjabat perlu dipertimbangkan. Karena pola *Big Bath* dilakukan pada masa-masa pergantian maka kita perlu meneliti waktu kapan CEO diganti dan bagaimana dampak pergantian pada waktu tersebut tersebut pada perilaku-perilaku *Big Bath* yang dapat mempengaruhi kinerja

perusahaan. Pourciau (1993) dan Murphy dan Zimmerman (1993) mengamati perilaku *big bath* diamati pada CEO yang baru masuk.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan bukti empiris dan fakta tersebut, maka masalah utama yang diangkat dalam penelitian ini adalah:

- 1) Apakah Waktu Pergantian CEO mempengaruhi Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual?
- 2) Apakah Asal Pengangkatan CEO mempengaruhi Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual?
- 3) Apakah Jumlah Dewan Direksi dalam perusahaan mempengaruhi Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual?
- 4) Apakah Latar Belakang Pendidikan Mempengaruhi Hubungan Waktu pergantian CEO dengan Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual?

Penelitian ini menggunakan teori keagenan (*Agency Theory*) yang menyatakan bahwa pemicu utama dalam pergantian CEO adalah tidak tercapainya tujuan bersama antara manajer dengan pemilik perusahaan. Semakin jauh perbedaan pencapaian kinerja perusahaan dengan harapan *stakeholder* dan semakin tinggi perbedaan antara kompensasi para *shareholder*, maka akan terjadi pergantian CEO. Konsep teori agensi adalah hubungan kontrak antara investor (*principal*) dan manajer (*agent*). Teori kedua yang dipakai adalah *Upper Echelons Theory*. Teori ini mengungkapkan bahwa manajemen tingkat atas sebagai pembuat keputusan strategis yang utama di dalam organisasi, sehingga keputusan strategis yang dibuat pemimpin memiliki dampak secara langsung terhadap *outcomes* organisasi (Hambrick & Mason, 1984). Dasar pikiran utama dari teori *upper echelons* adalah pengalaman para eksekutif, nilai-nilai, dan personality berpengaruh besar terhadap interpretasi mereka pada situasi yang dihadapi serta mempengaruhi kebijakan mereka untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk menguji peran pergantian CEO dalam kinerja perusahaan. Tujuan khusus yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk menguji:

1. Pengaruh Waktu Penggantian CEO terhadap Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual.
2. Pengaruh Asal Pengangkatan CEO terhadap Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual.
3. Pengaruh Jumlah Dewan Direksi dalam perusahaan terhadap Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual.
4. Pengaruh Latar Belakang Pendidikan CEO terhadap hubungan Waktu Pergantian CEO dengan Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual.

1.4 Keaslian dan kebaruan penelitian

Langkah pertama dalam melakukan analisis bibliometrik adalah menelusuri artikel-artikel sesuai topik *CEO Turnover*. Proses pencarian artikel ini berlangsung selama 2 (dua) bulan, dengan bantuan piranti lunak *Publish or Perish* (PoP). Piranti lunak ini dikembangkan oleh Professor Anne Will Harzing dari Tarma Research Software Pty Ltd-Melbourne. Database untuk proses pengumpulan data dalam studi ini menggunakan *Google Scholar* dengan mempertimbangkan aspek aksesibilitas dan kelengkapan sumber data. Kata kunci yang dipakai adalah *CEO Turnover* dan *Firm Performance* kemudian untuk penelusuran lebih lanjut peneliti menentukan bahwa judul artikel harus memuat kata *CEO Turnover*. Selain ketentuan-ketentuan pencarian tersebut, ketentuan lainnya seperti tahun publikasi dijadikan kriteria.

Hasil pencarian dengan kata kunci yang dijelaskan di atas mendapatkan 980 artikel sebagai data awal. Artikel-artikel tersebut dipublikasikan pada periode waktu mulai dari 1984 hingga 2020. Hal ini dilakukan karena riset *CEO Turnover* dalam bidang ilmu keuangan dipelopori oleh Coughlan & Schmidt, (1985) yang meneliti mekanisme kontrol internal dan terkait perubahan manajemen dengan tahun amatan 1977-1980, kemudian Samuelson *et al.*, (1985) meneliti dampak pergantian CEO terhadap kinerja perusahaan. Berikut hasil pendataan jurnal dari *Publish or Perish* (PoP).

Tabel 1.1 Hasil Pendataan Jurnal

Indikator	Hasil
Query	Journal, <i>CEO Turnover on Firm Performance</i>
Source	Google Scholar
Years	1985 - 2020
Papers	980
Citations	186607
Cites_Year	5331,63
Cites_Paper	190,42
Authors_Paper	2,25
h_index	202
g_index	423
PoP hI norm	145
PoP hI annual	4,14

Catatan:

Penamaan komponen-komponen pada indikator (*e.g. query, source, dst*) masih menggunakan versi bahasa Inggris sesuai dengan hasil dari PoP.

Berdasarkan Tabel 1.1, dapat diketahui bahwa proses pencarian menggunakan perangkat lunak PoP menghasilkan sebanyak 980 artikel yang dipublikasikan selama periode 35 tahun (1985 hingga 2020), dengan total 186.607 sitasi atau setara dengan 5.331,63 sitasi/tahun. Langkah selanjutnya dalam analisis bibliometrik adalah melakukan pemisahan artikel berdasarkan sumber-sumber artikel seperti jurnal, buku, *proceedings*, dan lain-lain. Rinciannya dapat dilihat pada Tabel 1.2.

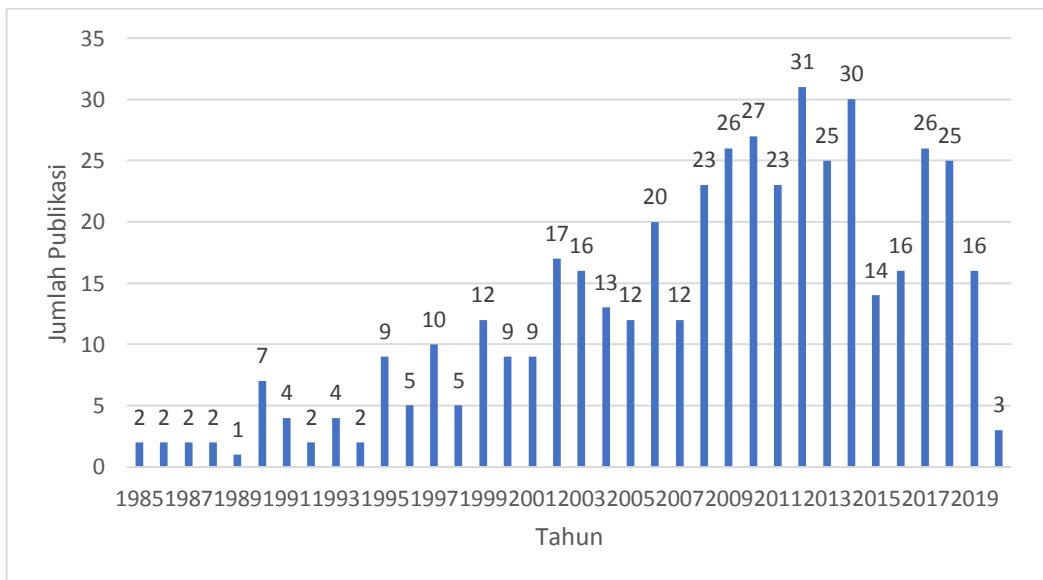
Tabel 1.2 Jumlah Artikel Berdasarkan Jenis/Sumber Publikasi

No.	Jenis / Sumber	Jumlah Artikel
	Jurnal Q1	352
	Jurnal Q2	65
	Jurnal Q3	37
	Jurnal Q4	10
	Jurnal Tanpa Ranking	403
	Tidak teridentifikasi/tidak dapat diakses/Non-Inggris	2
2	Buku/Laporan/Reviu	14
3	<i>Conference Proceedings</i>	15
4	<i>Working paper/Tesis</i>	48
5	Tidak teridentifikasi/Sitasi/ <i>Rejected Website</i>	34
Total		980

*Perankingan berdasarkan Data Scimagojr

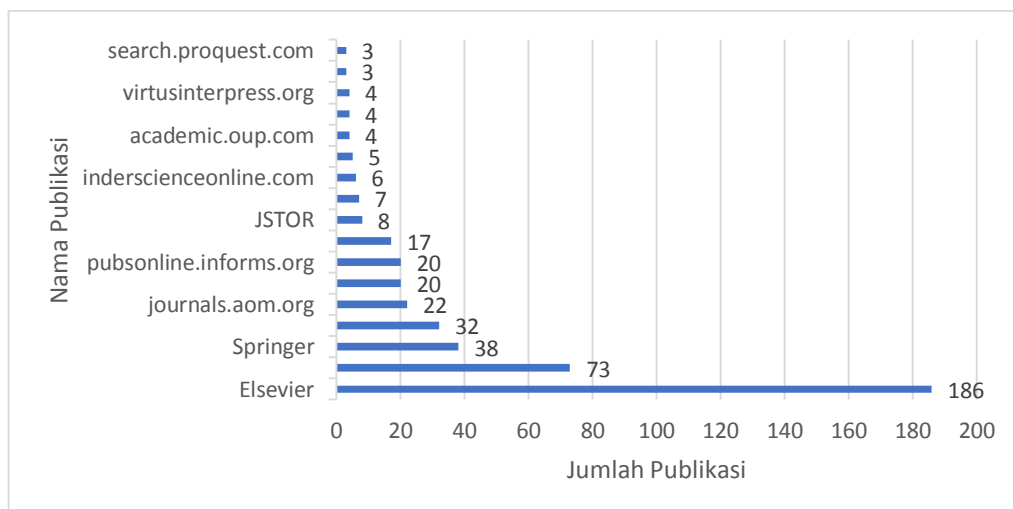
Setelah diperoleh 980 artikel, kemudian dilakukan proses pemilihan artikel sehingga diperoleh 464 artikel yang dipublikasi di jurnal internasional bereputasi. Dari 980 artikel, 516 artikel bersumber dari buku, *proceedings*, dan lain-lain yang tidak dilanjutkan untuk dianalisis. Kemudian sebanyak 464 artikel memenuhi kriteria yang terdiri dari artikel yang terbit di jurnal bereputasi (Q1 hingga Q4) berdasarkan daftar yang dirilis oleh Scimagojr. Sisanya, 403 artikel diterbitkan di jurnal yang tidak terdaftar pada Scimagojr.

Seperti yang dijabarkan sebelumnya, proses pencarian menggunakan piranti lunak PoP menghasilkan 980 artikel yang dipublikasikan selama periode 1985 sampai 2020. Semua artikel ini kemudian dirangkum ke dalam format MsExcel yang memuat informasi-informasi umum, seperti judul, penulis, tahun publikasi, dan spesifikasi jurnal (nama jurnal, tier, dan penerbit). Selain itu, untuk kebutuhan analisis yang lebih mendalam guna menjawab pertanyaan penelitian, studi ini juga menggunakan informasi khusus terkait variabel, perspektif, metodologi, dan negara tempat studi dilakukan. Hasil pendataan menggunakan jurnal yang relevan yaitu jurnal yang terbit di jurnal bereputasi (Q1 hingga Q4). Berikut disajikan gambar distribusi artikel yang diterbitkan dalam *CEO Turnover* per tahun, mulai 1985 hingga 2020.



Gambar 1.1 Jumlah Publikasi Jurnal CEO Turnover Bereputasi (Q1 Hingga Q4) Per Tahun (1985-2020)

Hasil pendataan menunjukkan bahwa tren studi *CEO Turnover* masih sedikit dilakukan. Pada tahun 1984 tidak ada penelitian mengenai *CEO Turnover*, namun kemudian pada tahun 1985 hingga tahun 2005 terdapat satu sampai dua artikel yang diterbitkan per tahun. Jumlah artikel yang diterbitkan meningkat secara signifikan pada tahun 2006, namun kemudian turun lagi hingga tahun 2009, kemudian meningkat kembali pada tahun 2010 hingga sekarang dengan angka tertinggi artikel yang terbit dengan tema *CEO Turnover* adalah pada tahun 2019. Berdasarkan sumber publikasi, 464 artikel yang direviu berasal dari jurnal internasional yang diterbitkan oleh berbagai penerbit terkemuka seperti Emerald, SAGE, Wiley, dan lain-lain. Sebanyak 464 jurnal yang terdaftar merupakan jurnal *top tier*, yang diklasifikasikan dalam ranking Q1 hingga Q4 oleh Scimagojr. Secara lebih rinci, berikut ditampilkan distribusi jurnal internasional yang menerbitkan lebih dari tiga artikel tentang topik *CEO Turnover*.



Gambar 1.2 Penerbit Jurnal Internasional Dengan Topik *CEO Turnover*

Berdasarkan Gambar 1.2 dapat diketahui rincian publisher Elsevier 186 Paper, Wiley Online Library 73 paper, Springer 38 paper, emerald.com 32 paper, journals.aom.org 22 paper, journals.sagepub.com 20 paper, pubsonline.informs.org 20 paper, Taylor & Francis 17 paper, JSTOR 8 paper, cambridge.org 7 paper, inderscienceonline.com 6 paper dan sisanya masing-masing jurnal memiliki paper dibawah 5 paper.

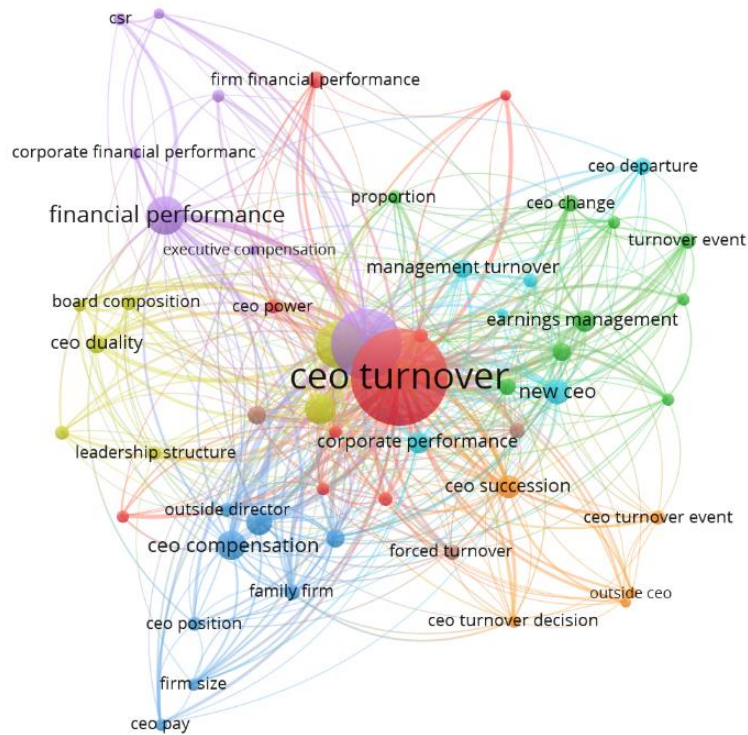


Gambar 1.3 Daftar Jurnal Internasional Yang Memuat Lebih Dari Satu Artikel

Gambar 1.3 menunjukkan bahwa *Journal of Financial Economics* 50 Paper, *Journal of Corporate Finance* 38 paper, *Journal of accounting and economics* 20 paper, *Strategic management journal* 20 paper, *Academy of Management Journal* 16 paper, *Journal of Banking & Finance* 16 Paper, *Management science* 13 paper, *Journal of Business Ethics* 10 paper, *Journal of Business Ethics* 8 paper serta jurnal lainnya yang memuat lebih dari 2 paper.

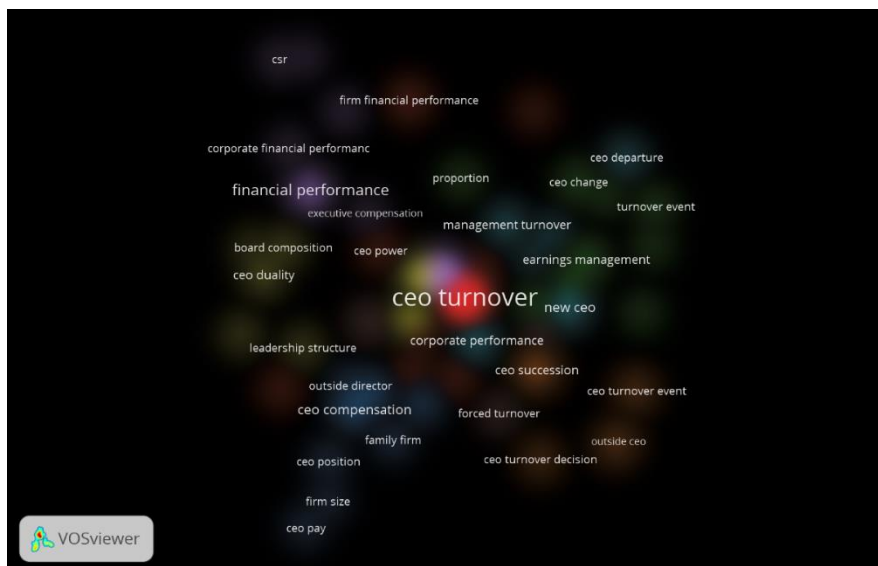
Tahapan akhir dari analisis bibliometrik adalah menganalisis data dengan bantuan piranti lunak Zotero. Piranti ini digunakan untuk mengelola informasi yang diperlukan dalam proses analisis, seperti abstrak, kata kunci, dan referensi. Data dari zotero kemudian dipindahkan ke dalam format RIS sehingga dapat diproses oleh piranti lunak VOSviewer. Proses ini dilakukan untuk mendapatkan kluster kata kunci (istilah) dan peta visualisasi yang menggambarkan aliran penelitian di bidang *CEO Turnover*. Rangkuman informasi yang dicatat di MsExcel juga dimanfaatkan untuk memperoleh informasi terkait variabel, negara, dan metodologi penelitian pada artikel yang dianalisis. Berikut disajikan hasil visualisasi berdasarkan kata kunci.

Berikut disajikan gambar peta visualisasi berdasarkan kata kunci dari seluruh artikel.



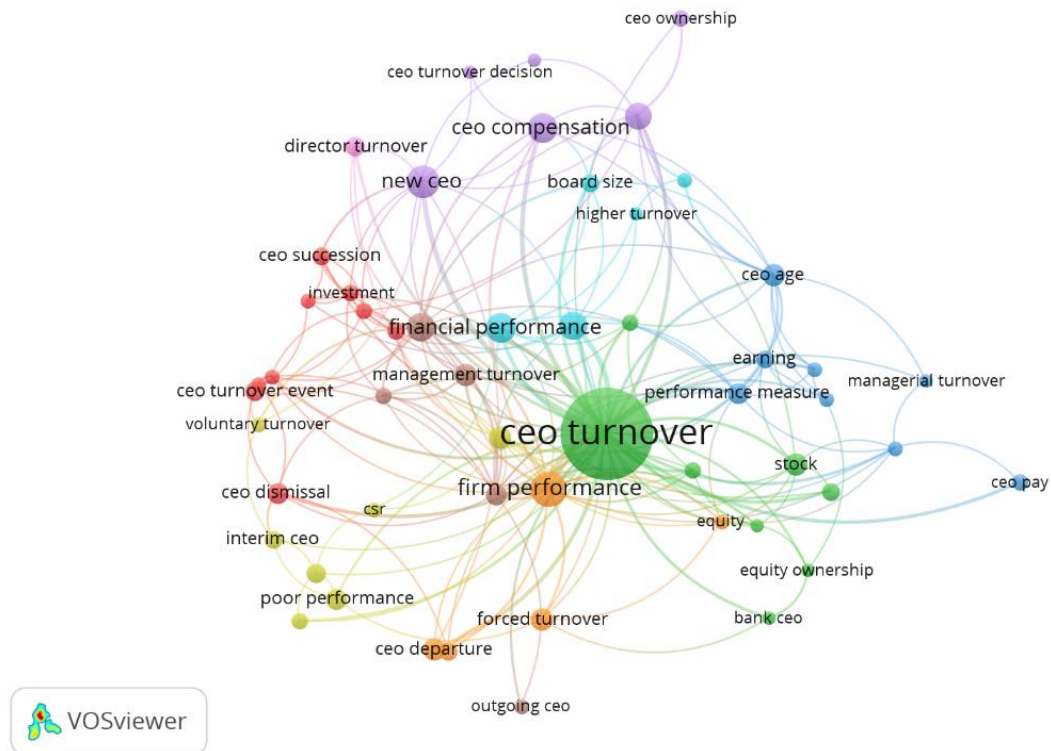
Gambar 1.4 Peta Visualisasi Berdasarkan Kata Kunci Dari Seluruh Artikel
 Catatan: Perbedaan warna menunjukkan kluster dari istilah umum yang digunakan

Berikut disajikan peta density dari kata kunci seluruh artikel.



Gambar 1.5 Peta Densiti Berdasarkan Kata Kunci Dari Seluruh Artikel
 Catatan: Perbedaan warna menunjukkan kluster dari istilah umum yang digunakan

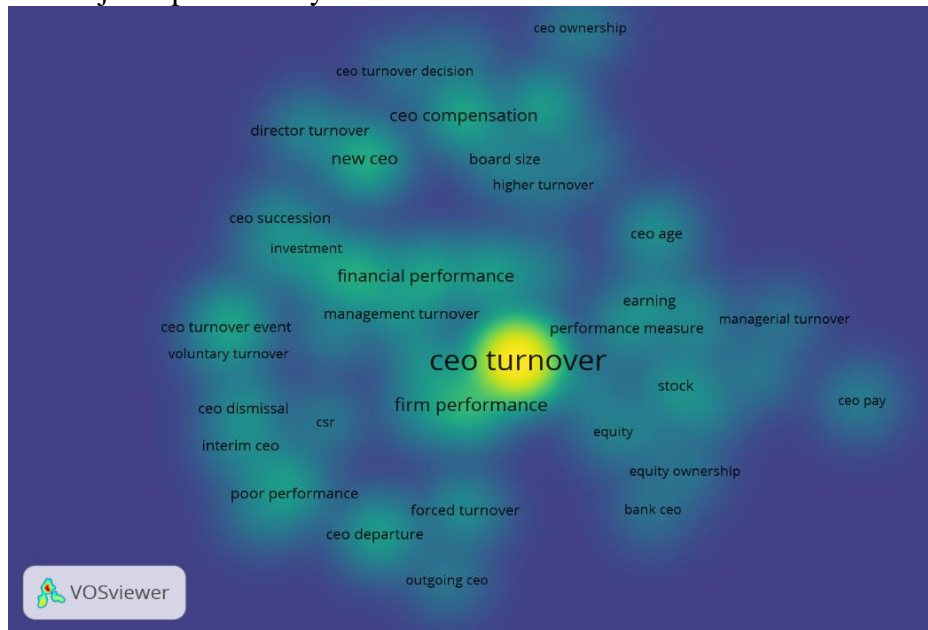
Berdasarkan data yang dianalisis dari 980 artikel, dapat diketahui bahwa beberapa kata kunci yang relatif jarang digunakan dalam aliran riset *CEO Turnover* yaitu *CEO Turnover Time* dan *Market performance* sehingga ini bisa menjadi kebaruan dan keaslian dari penelitian ini disamping kata kunci lain yang sering muncul seperti *Firm Performance*, *Financial Performance*, *Corporate Performance*, *Earning Management* dalam pengukuran kinerja juga di dapat di gunakan sebagai variabel Dependen. Kemudian muncul juga kata kunci lain yaitu *Firm size*, *CEO Pay*, *Executive Compensation*, *Outsider Director*, dan *CSR*. Selain itu masih banyak peluang riset lainnya mengenai *CEO Turnover*. Berikut disajikan gambar peta visualisasi berdasarkan kata kunci dari Jurnal Terindeks Scopus (Q1 hingga Q4).



Gambar 1.6 Peta Visualisasi Berdasarkan Kata Kunci Dari Jurnal Terindeks Scopus (Q1 Hingga Q4)

Catatan: Perbedaan warna menunjukkan kluster dari istilah umum yang digunakan

Berikut disajikan peta density dari kata kunci seluruh artikel



Gambar 1.7 Peta Densiti Berdasarkan Kata Kunci Dari Jurnal Terindeks Scopus (Q1 Hingga Q4)

Catatan: Perbedaan warna menunjukkan kluster dari istilah umum yang digunakan

Berikut tabel frekuensi kemunculan kata kunci dari jurnal terindeks scopus (Q1 hingga Q4)

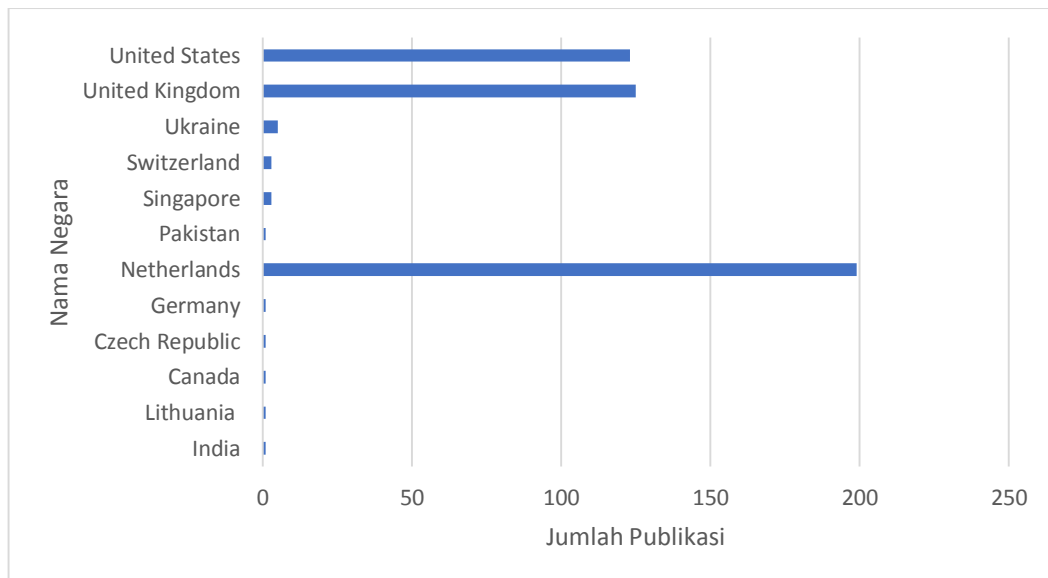
Tabel 1.3 Frekuensi Kemunculan Kata Kunci

No.	Variabel	Occurances	Relevance
1	Higher Turnover	4	6,71
2	Bank CEO	4	2,44
3	CEO Power	4	2,31
4	CEO Turnover Increase	4	2,30
5	Equity Ownership	4	2,09
6	CSR	5	1,98
7	Outside CEO	5	1,92
8	CEO Turnover Decision	4	1,90
9	Board Member	5	1,82
10	Corporate Performance	6	1,68
11	Outgoing CEO	5	1,68
12	Financial Data	5	1,59
13	Voluntary Turnover	5	1,46
14	Managerial Turnover	4	1,36
15	Older CEO	5	1,27
16	Successor CEO	5	1,25
17	Investment	6	1,20
18	Top Executive Turnover	6	1,20

No.	Variabel	<i>Occurances</i>	<i>Relevance</i>
19	Non CEO	7	1,14
20	Turnover Event	6	1,09
21	Eraning	7	1,08
22	Corporate Governance	9	1,06
23	Earning Management	5	1,05
24	Independent Director	6	1,03
25	Negative Relationship	5	1,02
26	Stock	10	1,02
27	Force Turnover	10	1,01
28	CEO Duality	11	0,98
29	Equity	5	0,96
30	CEO Departure	10	0,95
31	Financial Performance	18	0,87
32	Interim CEO	7	0,85
33	CEO Pay	6	0,85
34	CEO Position	7	0,84
35	Poor Performance	9	0,80
36	Performance Measure	9	0,79
37	CEO Succession	7	0,78
38	CEO Age	11	0,76
39	CEO Ownership	6	0,76
40	Board Size	7	0,74
41	CEO Change	8	0,70
42	CEO Turover Event	8	0,69
43	Director Turnover	8	0,69
44	Outsider Director	6	0,61
45	CEO Dismissal	9	0,60
46	Management Turnover	10	0,59
47	Time Period	16	0,56
48	Ownership	17	0,56
49	Stock Option	7	0,52
50	CEO Tenure	15	0,44
51	New CEO	23	0,42
52	CEO Compensation	19	0,37
53	Firm Performance	27	0,32
54	CEO Turnover	170	0,07

Berdasarkan data yang dianalisis dari 100 artikel, dapat diketahui hasil yang mirip dengan analisis seluruh artikel mengenai *CEO Turnover*. Hasil analisis menunjukkan bahwa beberapa kata kunci yang relatif jarang digunakan dalam aliran riset *CEO Turnover* yaitu pengungkapan *CEO Turnover Time*, *CEO Pay*,

CEO Ownership, *CEO Turnover Event*, *CEO Turnover Decision*, dan *Turnover Event*. Berikut grafik frekuensi negara tempat paper di publikasikan dilakukan.



Gambar 1.8 Grafik Jumlah Artikel Berdasarkan Negara Tempat Publikasi Berada Dari Jurnal Terindeks Scopus (Q1 Hingga Q4)

Berdasarkan data yang dianalisis dari 464 artikel, dapat diketahui bahwa United Netherlands merupakan negara terbanyak sebagai lokasi tempat dilakukan publikasi penelitian mengenai *CEO Turnover* yaitu sebanyak 199 disusul United Kingdom 125 artikel, kemudian sebanyak 123 United States dan sisanya negara lain. Dari banyak penelitian menceritakan hubungan antara *CEO Turnover* dengan *Firm Performance* atau sebaliknya, belum di temukan penelitian secara khusus membahas terkait *CEO Turnover Time* dengan *Firm Performance* begitu juga sebaliknya. Maka dengan latar belakang penelitian terdahulu ini peneliti ingin mendalami hubungan *CEO Turnover Time* dengan *Firm Performance* yang di refleksikan dengan *Financial Performance* dan *Market Performance* dengan *Educational Background* sebagai variabel pemoderasi di ajukan sebagai keterbaruan dari penelitian ini.

Penngukuran pergantian CEO dalam penelitian ini berbeda dengan pengukuran pergantian CEO menurut versi Boyne, G. A., James, O., John, P., & Petrovsky, N. (2011); Zhang, P., Wierschem, D., Mendez Mediavilla, F. A., & Hong, K. P. (2016); Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., & Trinugroho, I. (2017); Sun, Y., Zhang, P., Wierschem, D., & Mediavilla, F. A. M. (2020); dan Kim, Y., Jeong, S. S., Yiu, D. W., & Moon, J. (2021) yang menggunakan variabel dummy 1 jika terjadi

pergantian CEO, dan 0 jika tidak terjadi pergantian CEO. Pengukuran pergantian CEO pada penelitian ini fokus pada waktu terjadinya pergantian CEO, yaitu pergantian yang terjadi pada kuartal 1, kuartal 2, kuartal 3, dan kuartal 4.

Motivasi peneliti berikutnya adalah mengidentifikasi peran waktu pergantian CEO dalam mengendalikan masalah kinerja keuangan pada perusahaan publik di Indonesia. Motivasi ini muncul dilatarbelakangi oleh kenyataan bahwa Indonesia termasuk dalam kategori negara di kawasan Asia dengan perlindungan yang rendah terhadap pemegang saham dan kepercayaan investor yang heterogen. Selain itu, sebagai negara berkembang, Indonesia menarik bagi investor, sehingga dengan adanya waktu pergantian CEO, kepentingan investor tetap dilindungi yaitu dengan meningkatkan kinerja keuangan. Tabel 1.4 menunjukkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

Tabel 1.4 Perbandingan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya mengenai pergantian CEO dan Kinerja Perusahaan

	Boyne, G. A., James, O., John, P., & Petrovsky, N. (2011)	Zhang, P., Wierschem, D., Mendez Mediavilla, F. A., & Hong, K. P. (2016)	Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., & Trinugroho, I. (2017)	Sun, Y., Zhang, P., Wierschem, D., & Mediavilla, F. A. M. (2020)	Kim, Y., Jeong, S. S., Yiu, D. W., & Moon, J. (2021)	Penelitian ini
Jenis Penelitian	<i>Quantitative Analysis</i>	<i>Quantitative Analysis</i>	<i>Quantitative Analysis</i>	<i>Quantitative Analysis</i>	<i>Quantitative Analysis</i>	<i>Quantitative Analysis</i>
Sampel Penelitian	Perusahaan BUMN Inggris Periode 2002 – 2006 yang mengalami pergantian manajemen puncak.	Perusahaan di Amerika Serikat dari tahun 1990 hingga 2013, yang terdiri dari 3.097 perusahaan non-IT dan 629 perusahaan IT.	Perusahaan publik di Indonesia yang mengalami pergantian CEO selama periode 1994 – 2002.	Perusahaan di Amerika Serikat dari tahun 1992 hingga 2013, yang terdiri dari 131 perusahaan.	Perusahaan di Korea Selatan dari tahun 2005 hingga 2015, yang terdiri dari 409 perusahaan.	Penelitian ini menggunakan data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2011-2020 dengan total jumlah populasi 709 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
Variabel Penelitian	- Variabel dependen	- <i>Core Service Performance Score</i> diukur dengan skor kinerja layanan inti, yang merupakan ringkasan ukuran kinerja yang berkisar dari 0 (terburuk) hingga 100 (terbaik). Hal ini didasarkan pada serangkaian	- <i>Firm Performance</i> diukur dengan: <ul style="list-style-type: none"> • <i>Accounting Performance: Return on Sales (ROS)</i> dan <i>Return on Asset (ROA)</i>. • <i>Market Performance: Market Value of Equity (MVE)</i> 	- <i>Firm Performance</i> diukur dengan: <i>Return on Asset (ROA)</i> , <i>Return on Equity (ROE)</i> , dan Total Aset.	- <i>Firm Performance</i> diukur dengan: <ul style="list-style-type: none"> • <i>Accounting Performance: Return on Sales (ROS)</i> dan <i>Return on Asset (ROA)</i>. • <i>Market Performance: Return on Equity (ROE)</i> 	- <i>Firm Performance</i> diukur dengan: <ul style="list-style-type: none"> • <i>Accounting Performance</i> diukur dengan <i>Return on Asset (ROA)</i>. • <i>Market Performance</i> diukur dengan <i>Return</i>

Boyne, G. A., James, O., John, P., & Petrovsky, N. (2011)	Zhang, P., Wierschem, D., Mendez Mediavilla, F. A., & Hong, K. P. (2016)	Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., & Trinugroho, I. (2017)	Sun, Y., Zhang, P., Wierschem, D., & Mediavilla, F. A. M. (2020)	Kim, Y., Jeong, S. S., Yiu, D. W., & Moon, J. (2021)	Penelitian ini
informasi kinerja, termasuk Indikator Kinerja Nilai Terbaik, dan mencakup semua layanan utama (misalnya, pendidikan, perumahan, layanan sosial, transportasi, perencanaan, pengumpulan sampah) dan berbagai dimensi kinerja seperti layanan kuantitas, kualitas, dan efektivitas.					
- <i>Comprehensive Performance Assessment</i> diukur dengan Penilaian Kinerja Komprehensif yang didasarkan pada skor kinerja layanan dan penilaian oleh inspektur Komisi Audit mengenai					

	Boyne, G. A., James, O., John, P., & Petrovsky, N. (2011)	Zhang, P., Wierschem, D., Mendez Mediavilla, F. A., & Hong, K. P. (2016)	Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., & Trinugroho, I. (2017)	Sun, Y., Zhang, P., Wierschem, D., & Mediavilla, F. A. M. (2020)	Kim, Y., Jeong, S. S., Yiu, D. W., & Moon, J. (2021)	Penelitian ini
	“kemampuan untuk meningkatkan” pemerintah daerah. Ini adalah ringkasan penilaian kinerja pemerintah daerah. Ada lima tingkatan: buruk (0 bintang), lemah (1 bintang), cukup (2 bintang), baik (3 bintang), dan sangat baik (4 bintang).					
- Variabel independen	- <i>Top Management Turnover</i> diukur dengan rumus: $Turnover\ rate = \frac{Number\ of\ new\ names\ on\ top\ management\ team}{Number\ of\ positions\ mentioned}$	- <i>CEO Turnover</i> diukur dengan variabel dummy, 1 ketika terjadi pergantian CEO, dan 0 tidak terjadi pergantian CEO.	- <i>CEO Turnover</i> diukur dengan variabel dummy, 1 ketika terjadi pergantian rutin dan 0 tidak rutin.	- <i>CEO Turnover</i> diukur dengan variabel dummy, 1 ketika terjadi pergantian CEO, dan 0 tidak terjadi pergantian CEO.	- Frekuensi pergantian CEO	- <i>CEO Turnover Time</i> diukur dengan 1 jika Pergantian terjadi pada Quartal 4, 2 Pergantian terjadi pada Quartal 3, 3, Pergantian terjadi pada Quartal 2, dan 4 Pergantian terjadi pada Quartal 1.
Hasil Penelitian	Hasil penelitian menunjukkan perubahan dalam	Hasil penelitian menemukan bahwa pergantian CEO	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan	Hasil penelitian ini menemukan bahwa kecil	Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan	Hasil yang diharapkan:

Boyne, G. A., James, O., John, P., & Petrovsky, N. (2011)	Zhang, P., Wierschem, D., Mendez Mediavilla, F. A., & Hong, K. P. (2016)	Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., & Trinugroho, I. (2017)	Sun, Y., Zhang, P., Wierschem, D., & Mediavilla, F. A. M. (2020)	Kim, Y., Jeong, S. S., Yiu, D. W., & Moon, J. (2021)	Penelitian ini
tim manajemen puncak membawa perbaikan ketika kinerja awal buruk, namun mengakibatkan kemunduran ketika kinerja awal baik.	merupakan faktor penentu yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, terutama di perusahaan IT.	menurun selama tahun pergantian. CEO yang baru tidak meningkatkan kinerja perusahaan di tahun-tahun berikutnya. Pergantian CEO di Indonesia tidak memiliki dampak positif terhadap kinerja perusahaan. Pergantian CEO rutin maupun non-rutin menunjukkan hasil yang sama pada semua sampel, dimana pergantian CEO secara rutin maupun non-rutin tidak memberikan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Bukti lebih lanjut menunjukkan bahwa CEO baru cenderung meningkatkan aset perusahaan dibandingkan memperkecilnya.	kemungkinannya untuk memiliki kinerja superior dalam jangka panjang bagi perusahaan-perusahaan yang sering mengalami pergantian CEO. Meskipun perusahaan tersebut cenderung memiliki kinerja akuntansi yang lebih baik dalam jangka pendek, namun kecil kemungkinannya untuk memiliki kinerja pasar yang unggul.	pergantian CEO yang lebih sering memiliki kinerja perusahaan yang lebih rendah.	- Hasil penelitian menunjukkan bahwa waktu penggantian CEO berpengaruh positif signifikan terhadap Kinerja Keuangan.

1.5 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan akan memberi kontribusi teoritis, metodologi maupun kebijakan. **Pertama**, Kontribusi teori dari penelitian ini adalah bahwa kinerja keuangan dan Kinerja Pasar Individual dipengaruhi oleh *CEO Turnover*, sehingga perusahaan dalam melakukan pergantian CEO dapat mempertimbangkan waktu pergantian CEO, asal CEO, Pendidikan CEO dan jumlah Dewan Direksi yang telah dimiliki perusahaan. **Kedua**, Kontribusi Praktek pada penelitian ini memperluas penelitian yang telah dilakukan oleh Lindrianasari *et al.*, (2011) dalam hal menguji pengaruh pergantian CEO terhadap kinerja perusahaan. Diharapkan dari penelitian ini para pengambil keputusan dari pemegang saham dalam melakukan pergantian CEO dapat melihat aspek-aspek seperti Waktu Pergantian CEO, Asal Pengangkatan CEO, Latar Belakang Pendidikan CEO dan Jumlah komposisi Dewan Direksi.

BAB II

KAJIAN TEORI

2.1 Kajian Teori

2.1.1 Teori Akuntansi Positif (*Positive Accounting Theory*)

Perkembangan teori akuntansi sejak 1930-an sampai 1970-an bersifat *normative accounting theory* yaitu mengkaji bagaimana seharusnya akuntansi berjalan dan tidak menjelaskan mengapa hal itu terjadi. Sedangkan teori akuntansi positif berusaha menjelaskan dan menguraikan apa dan bagaimana praktik akuntansi tersebut dilakukan berdasarkan pengalaman yang dapat diuji dengan dunia empirik sehingga lebih berhasil menyelesaikan masalah praktik akuntansi. *Positive Accounting theory* digunakan dalam menguji hipotesis dengan observasi terhadap fenomena-fenomena ekonomi yang dikemukakan oleh Milton Friedman tahun 1953 dan Johnson tahun 1967 dalam buku *The Philosophy of Economics An Anthology* (Hausman, 2007). Milton, menulis monograph dengan judul *essay in positive economics*, menerangkan secara lengkap tentang *positive research* dalam bidang ilmu ekonomi. *Positive research* yang ditulis Milton telah mampu menjadi landasan sistematis tentang penjelasan fenomena-fenomena ekonomi yang digunakan dalam penelitian hingga abad sekarang. Dalam teori positif dibahas tiga hal, yaitu menjelaskan, mengawasi dan memprediksi. Murphy & Zimmerman, (1993), menyatakan manajer dan karyawan yang bekerja pada perusahaan akan berusaha memaksimalkan fungsi kini, dan masa mendatang dari bonus yang akan mereka terima. Jika perusahaan mengalami kerugian pada periode tahun tertentu, nilai kerugian yang dilaporkan akan lebih besar dari yang sebenarnya terjadi dengan harapan pada tahun mendatang perusahaan akan menaikkan pelaporan laba sehingga akan memperoleh bonus bagi manajer. Jadi, *positive research* berfokus pada aliran kas, pemilihan metode akuntansi, dan pengaruhnya terhadap kesejahteraan manajemen. Pada bidang Akuntansi, *Background theory* adalah *positive theory* yang dikemukakan oleh Milton Friedman (1953) dan Johnson (1967). *Positive theory* digunakan dalam menjelaskan fenomena ekonomi dan bisnis melalui spesifikasi variabel yang saling terkait. *Positive theory* yang dikemukakan

Milton merupakan sekumpulan proposisi (penjelasan sifat dan realita) yang terdiri dari kontrak yang didefinisikan secara luas dan menghubungkan berbagai unsur yang terdapat dalam proposisi tersebut.

Middle range theory yang digunakan dalam penelitian ini adalah *agency theory* dari Jensen & Meckling, (1976). Jensen & Meckling, (1976) dalam *agency theory* mengungkapkan bahwa didalam perusahaan terdapat kontrak antara pemilik saham (*principal*) dengan seorang manajer (*agent*). Teori ini menyatakan setiap orang cenderung mementingkan diri sendiri dan memaksimalkan kemakmurannya melalui keputusan yang diambil dalam perusahaan. Laba dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan (*agency costs*). Jensen & Meckling, (1976) menyatakan "*The costs of agency relationship have been defined as the sum of (1) monitoring expenditures by the principal, (2) bonding expenditures by the agent, and (3) the residual loss*". Penelitian ini menggunakan *positive accounting theory*, *agency theory* dan *contracting cost theory*.

2.1.2 Teori Agensi (Agency Theory)

Perspektif *agency theory* merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance*. Menurut Jensen & Meckling, (1976), *agency theory* adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan pemilik perusahaan (*principal*). Agar hubungan kontraktual ini dapat berjalan dengan lancar, pemilik perusahaan akan mendelegasikan otoritas pembuatan keputusan kepada manajer. Pengertian *agency theory* menurut Fama, (1980) adalah suatu hubungan melalui persetujuan antara dua pihak, di satu pihak manajer bertindak sebagai *agent* dan di lain pihak pemilik bertindak sebagai *principal*. Hubungan *agency* terjadi melalui suatu kontrak antara manajer (*agent*) dan pemilik perusahaan (*principal*) untuk menyelenggarakan suatu perusahaan melalui pendelegasian beberapa wewenang pengambilan keputusan. Adanya *agency theory*, *agent* akan membuat keputusan operasi yang memaksimalkan utiliti dan kekayaannya. Manajer yang melaksanakan pengambilan keputusan dalam perusahaan dan bertanggungjawab dalam penyiapan data akuntansi, akan mempengaruhi bagaimana praktik akuntansi dilaksanakan. Pengambilan keputusan biasanya didasarkan pada keinginannya (*desires*), kebutuhannya (*needs*) dan preferensinya (*preferences*). Dalam *Agency*

Theory terdapat dua tipe paradigma yaitu paradigma analitis, yaitu *principal agent* bersifat matematis dan paradigma positif-agensi, yang pada dasarnya bersifat empirik. Paradigma analitis agensi mengacu pada hubungan *principal* dan *agent*, yang menekankan pada kontrak sukarela di antara berbagai pihak dalam organisasional sebagai solusi yang efisien terhadap konflik-konflik kepentingan, atau disebut *agency problem between shareholders and manager* (Coase, 1937; Wallace, 1997).

Hubungan agensi terjadi ketika sebuah kontrak antar seseorang (atau beberapa orang), sebagai *principal* dan seseorang (atau beberapa orang) sebagai *agent*, untuk melakukan pelayanan bagi kepentingan *principal* dalam mengelola kekayaannya (Baiman, 1982). *Agent* berusaha memaksimalkan pembayaran kontraktual yang akan diterimanya tergantung anggaran yang telah ditetapkan sebelumnya (Fama, 1980). *Principal* berusaha memaksimalkan *returns* dari penggunaan sumberdaya. Kontrak ini mengikat anggota-anggota untuk menyetujui seperangkat perilaku kerjasama, tergantung motif kepentingan masing-masing. Konflik kepentingan ini diasumsikan akan dibawa kearah ekuilibrium dengan kontrak yang disetujui.

Ada dua tipe hubungan *principal-agent* yang muncul dalam sistem pengendalian manajemen, yaitu:

- 1) Pemegang saham atau pemilik perusahaan bertindak sebagai *principal*, menyewa manajer untuk menjalankan perusahaannya.
- 2) Pimpinan perusahaan juga *principal*, menyewa *agent* divisi untuk menjalankan divisi secara desentralisasi (Scott, 2015).

Karena itu, baik *principal* maupun *agent* diasumsikan sebagai orang rasional yang berusaha memaksimalkan utilitasnya. Beidleman, (1973) menyatakan pemilik menginginkan keuntungan investasi yang besar, sementara *agent* mempunyai keinginan untuk meningkatkan kekayaan dan kesenangannya.

Hubungan *agent* muncul bilamana suatu kumpulan pemilik perusahaan (sebagai *principal*) menyewa orang atau sekumpulan orang (sebagai *agent*) untuk melaksanakan beberapa pekerjaan. Dalam pelaksanaan pekerjaan tersebut, pemilik perusahaan (*principal*) perlu mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan

keputusan kepada *agent*. Perencanaan kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik perusahaan dalam hal konflik kepentingan inilah yang merupakan inti dari *agency theory*. Namun untuk menciptakan kontrak yang tepat merupakan hal yang sulit diwujudkan. Oleh karena itu, investor diwajibkan untuk memberi hak pengendalian residual kepada manajer (*residual control right*) yakni hak untuk membuat keputusan dalam kondisi-kondisi tertentu yang sebelumnya belum terlihat di kontrak.

Teori keagenan mulai berlaku ketika terjadi hubungan kontraktual antara pemilik modal (*principal*) dan *agent*. *Principal* yang tidak mampu mengelola perusahaannya sendiri menyerahkan tanggung jawab operasional perusahaannya kepada *agent* sesuai dengan kontrak kerja (Panda & Leepsa, 2017). Pihak manajemen sebagai *agent* bertanggung jawab secara moral dan profesional menjalankan perusahaan sebaik mungkin untuk mengoptimalkan operasi dan laba perusahaan. Sebagai imbalannya, manajer sebagai *agent* akan memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak yang ada. Sementara pihak *principal* melakukan kontrol terhadap kinerja agen untuk memastikan modal yang dimiliki dikelola dengan baik. Motifnya tentu saja agar modal yang telah ditanam berkembang dengan optimal.

Teori keagenan dilandasi oleh beberapa asumsi. Asumsi-asumsi tersebut dibedakan menjadi tiga jenis, yaitu asumsi tentang sifat manusia, asumsi keorganisasian dan asumsi informasi. Asumsi sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat mementingkan diri sendiri (*self-interest*), manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*) (Jensen & Meckling, 1979). Asumsi keorganisasian yaitu adanya konflik antar anggota organisasi yang merupakan pertanda adanya asimetri informasi antara *principal* dan *agent*.

Asumsi informasi merupakan asumsi yang menyatakan bahwa informasi adalah komoditas yang dapat dibeli. Pihak manajemen atau manajer, merupakan kunci dari segala sumber informasi yang beredar di lingkungan perusahaan. Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan daripada *principal*. Dengan informasi yang dimilikinya tersebut, manajer harus dapat mengoptimalkan keuntungan perusahaan, yang

nantinya akan dilaporkan kepada pemilik. Para *agent* berkepentingan untuk mendapatkan imbalan yang sesuai untuk kinerjanya dalam mengoperasikan perusahaan.

Pihak *principal* sebagai pemilik modal dan pihak yang memberikan mandat terhadap manajer, memberikan kewajiban kepada *agent* untuk memberikan laporan mengenai kondisi perusahaan. Laporan yang diberikan dapat berupa pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Hal tersebut berguna sebagai sarana pengawasan terhadap *agent* oleh para *principal* dan untuk memastikan modal yang mereka tanamkan berkembang dengan baik. Jika kinerja agen yang ditunjuk oleh *principal* tidak memuaskan, *principal* dapat mengambil tindakan sesuai dengan kontrak yang telah dibuat.

Permasalahan yang timbul akibat adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent* disebut dengan *agency problems*. Salah satu penyebab *agency problems* adalah adanya *asymmetric information*. *Asymmetric Information* adalah ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh *principal* dan *agent*. *Principal* tidak memiliki informasi yang cukup tentang kinerja *agent*, sedangkan *agent* memiliki lebih banyak informasi mengenai kapasitas diri, lingkungan kerja dan perusahaan secara keseluruhan. Asimetri informasi merupakan suatu keadaan di mana manajer memiliki akses informasi atas prospek perusahaan yang tidak dimiliki oleh pihak luar perusahaan. Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham dan *stakeholder* lainnya. Ada dua tipe asimetri informasi, yaitu:

1. *Moral hazard*, yaitu permasalahan muncul jika agen tidak melaksanakan hal-hal yang disepakati bersama dalam kontrak kerja.
2. *Adverse selection*, yaitu suatu keadaan di mana *principal* tidak dapat mengetahui apakah suatu keputusan yang diambil oleh agen benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas.

Semakin tingginya asimetri informasi antara manajer dengan *principal* mendorong tingginya biaya keagenan (*agency cost*). Terdapat tiga jenis *agency cost*, pertama *principal* dapat membatasi penyimpangan (*divergencies*) kepentingan

dengan menetapkan insentif yang layak dan dengan mengeluarkan biaya monitoring (*monitoring cost*) yang dirancang untuk membatasi penyimpangan aktivitas yang dilakukan agen. Kedua, dalam beberapa situasi tertentu, *principal* memberikan kesempatan kepada agen untuk membelanjakan sumber daya perubahan (biaya bonding/*bonding cost*) yang diharapkan dapat menjamin bahwa *agent* tidak akan bertindak merugikan *principal*. Nilai uang yang ekuivalen dengan kesejahteraan dialami oleh *principal* yang juga merupakan biaya yang timbul dari hubungan kagenan. Biaya yang sejenis ini disebut dengan biaya kerugian residual (*residual cost*).

Pemicu utama dalam pergantian CEO adalah tidak tercapainya tujuan bersama antara manajer dengan pemilik perusahaan. Semakin jauh perbedaan pencapaian kinerja perusahaan dengan harapan *stakeholder*, dan semakin tinggi perbedaan antara kompensasi para *shareholder*, maka akan terjadi pergantian CEO. Adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent* dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). Apabila setiap pihak berusaha untuk mencapai dan atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki, maka dalam hubungan ini dapat saja terjadi konflik kepentingan antara manajemen sebagai *agent* dan pemilik perusahaan sebagai *principal*. Dalam hal ini *agent* termotivasi untuk memaksimalkan *fee* kontraktual yang diterimanya dan *principal* berusaha untuk memaksimalkan *return* atas penggunaan sumber dayanya.

2.1.3 Teori *Upper Echelons* (*Upper Echelons Theory*)

Teori ini menganggap konsep manajemen tingkat atas sebagai pembuat keputusan strategis yang utama di dalam organisasi, sehingga keputusan strategis yang dibuat pimpinan memiliki dampak secara langsung terhadap *outcomes* organisasi (Hambrick & Mason, 1984). Dasar pikiran utama dari teori *upper echelons* adalah pengalaman para eksekutif dan personality terhadap interpretasi mereka pada situasi yang dihadapi. Para eksekutif memiliki tanggung jawab atas organisasi secara keseluruhan. Karakteristik para eksekutif, apa yang mereka lakukan, dan bagaimana mereka melakukannya, secara khusus mempengaruhi *outcomes* organisasi. Tanggungjawab para pemimpin untuk fungsi strategis

perusahaan adalah direktur utama (CEO) dan manajer yang melapor secara langsung kepada direktur utama (CEO) (Reger, 1997).

2.1.4 Teori Mandi Besar (*Big Bath Theory*)

Big Bath adalah istilah yang digunakan untuk menggambarkan praktik di mana perusahaan melaporkan sejumlah besar pengeluaran, kerugian, atau amortisasi dalam satu periode akuntansi. Konsep ini berawal dari ide bahwa jika sebuah perusahaan mengalami tahun yang buruk, mereka mungkin juga melaporkan semua berita buruk sekaligus - seperti penurunan nilai aset, restrukturisasi biaya, dan sejenisnya. Dengan melakukan ini, perusahaan tersebut secara efektif "membersihkan" laporan keuangannya, memberikan kesan bahwa mereka telah menangani semua masalah keuangan mereka sekaligus. Ini biasanya dilakukan dalam upaya untuk meningkatkan laba di masa depan dengan mengurangi beban pengeluaran dan kerugian dibahas oleh Walsh et al. (1991), Beattie et al. (1994), Hwang dan Ryan (2000), Christensen et al. (2008), dan Riedl dan Srinivasan (2010). Pourciau (1993) dan Murphy dan Zimmerman (1993) mengamati perilaku *big bath* diamati pada CEO yang baru masuk.

Pencetus *Big Bath Theory* dalam akuntansi adalah Stephen A. Zeff artikel berjudul "*The Big Bath Theory*" pada tahun 1972 di jurnal *The Accounting Review*. Zeff berpendapat bahwa perusahaan cenderung melakukan penurunan nilai aset atau penambahan kewajiban secara besar-besaran dalam satu periode akuntansi. Hal ini dilakukan untuk menurunkan laba perusahaan pada periode tersebut, sehingga laba pada periode-periode berikutnya akan terlihat lebih tinggi.

Sejumlah studi empiris mendokumentasikan akuntansi *big bath*, yaitu, CEO baru meningkatkan pengeluaran diskresioner selama tahun pertama mereka menjabat. Literatur yang ada menyatakan bahwa CEO yang baru menjabat akan melakukan *big bath* untuk mengurangi target kinerja dan menyimpan pendapatan untuk periode mendatang. Kinerja buruk pada tahun pertama, yang biasanya hanya berlangsung setengah tahun, sering kali disalahkan pada CEO sebelumnya dan, oleh karena itu, hanya berdampak kecil pada reputasi CEO baru. Sebaliknya, hasil baik pada tahun-tahun berikutnya disebabkan oleh kinerja manajer baru dan peningkatan reputasinya. Jadi, salah satu motivasi di balik akuntansi perusahaan besar adalah

masalah karier. Murphy dan Zimmerman (1993) mengatakan kekhawatiran karir menciptakan insentif implisit melalui ekspektasi upah di masa depan terkait dengan peluang kerja seorang CEO. Pelaku pasar tenaga kerja memperbarui keyakinan mereka mengenai kemampuan CEO dengan datangnya informasi baru tentang kinerjanya. Dengan demikian, laba akuntansi saat ini berdampak pada reputasi manajer dan kompensasinya di masa depan. Namun, akuntansi bigbath tidak diterapkan di semua perusahaan setelah pergantian manajemen, sehingga faktor tambahan yang mempengaruhi insentif manajemen laba manajer pada tahun pertamanya menjabat perlu dipertimbangkan.

2.1.5 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan dapat dilihat dari kinerja keuangan yang menggunakan dasar akuntansi, yaitu dengan melihat informasi dalam Laporan Keuangan perusahaan. *Return on Asset* (ROA) mengindikasikan kinerja perusahaan dalam menggunakan asset untuk menghasilkan pendapatan. Rasio ini mengukur tingkat pengembalian investasi perusahaan yang telah dilakukan oleh perusahaan dengan menggunakan seluruh dana yang dimiliki (Prastowo, 2011). Rasio ROA digunakan untuk menilai efektivitas perusahaan didalam pembelian asset (Salim & Yadav, 2012). Aset meliputi besarnya kas di bank, piutang, bangunan, peralatan, inventaris, perabotan serta asset lainnya. Joo *et al.*, (2011) menggunakan elemen-elemen ROA untuk mengukur dan membandingkan efisiensi komparatif perusahaan dalam industri yang sama.

$$\Delta ROA = \frac{\Delta \text{Laba Bersih}}{\Delta \text{Total Aset}} \times 100\%$$

Analisis *Return on Assets* (ROA) merupakan teknik analisis yang lazim digunakan untuk mengukur tingkat efektifitas dari keseluruhan operasi perusahaan. *Return On Assets* (ROA) adalah rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. Selain itu ROA memberikan suatu ukuran tentang efektivitas manajemen dalam mengelola investasinya. *Return on Assets* (ROA) digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. Semakin besar ROA maka semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai oleh

perusahaan tersebut dan semakin baik pula posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan *assets*.

Semakin tinggi rasio *Return on Assets* (ROA) maka semakin baik produktivitas aset dalam memperoleh keuntungan bersih. Berdasarkan perhitungan ROA, dapat diketahui efisiensi perusahaan menggunakan aktivasnya dalam kegiatan operasi untuk menghasilkan keuntungan. Laba bersih (*net income*) merupakan ukuran pokok keseluruhan keberhasilan perusahaan. ROA dapat membantu perusahaan yang telah menjalankan praktik akuntansi dengan baik untuk mengukur efisiensi penggunaan modal yang menyeluruh terhadap setiap hal yang mempengaruhi keadaan keuangan perusahaan sehingga dapat diketahui posisi perusahaan terhadap industri.

Kelebihan analisis rasio ROA yaitu sifatnya yang menyeluruh, dapat digunakan untuk mengukur efisiensi tindakan yang dilakukan oleh divisi/bagian, juga dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas dari masing-masing produk yang dihasilkan perusahaan dan berguna untuk keperluan kontrol, juga berguna untuk keperluan perencanaan keuangan perusahaan. Kelemahan dari analisis rasio ROA yaitu, ROA sangat dipengaruhi oleh metode depresiasi aktiva tetap, selain itu, ROA mengandung distorsi yang cukup besar terutama dalam kondisi inflasi. ROA akan tinggi akibat dari penyesuaian harga jual aset, sementara itu, beberapa komponen biaya masih dinilai dengan harga distorsi (Van Horne & Wachowicz Jr, 2005).

Pada penelitian ini, peneliti akan menggunakan *Return On Assets* (ROA) sebagai ukuran profitabilitas perusahaan, hal ini karena rasio tersebut mewakili pengembalian atas aktivitas perusahaan. *Return On Assets* (ROA) memfokuskan kemampuan perusahaan untuk memperoleh *earning* dalam keseluruhan operasi perusahaan, sedangkan *Return On Equity* (ROE) hanya mengukur *return* yang diperoleh dari investasi pemilik perusahaan dalam bisnis tersebut.

2.1.6 Kinerja Pasar

Kinerja Perusahaan juga dapat dilihat dari kinerja Pasar yang di refleksikan dengan Pengembalian Saham (*Stock Return*). *Stock Return* merupakan selisih dari harga saham saat penutupan Perdagangan dengan harga saham saat pembukaan, hal ini dapat dilihat secara harian atau bulanan (Economywatch, 2010).

$$\Delta R_{it} = \frac{\Delta P_t - P_{t-1}}{\Delta P_{t-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = Return Saham i pada waktu t

P_t = harga saham di periode ke-t,

P_{t-1} = harga pada periode sebelumnya (t-1)

Informasi pergantian CEO memiliki hubungan negatif dengan kinerja pasar perusahaan, hal ini terlihat dari *return* saham yang negatif (Warner *et al.*, 1988). Kenaikan harga saham akan direspon positif oleh para pemegang saham (*principal*). Pemegang saham akan memberikan apresiasi terhadap kinerja agen yang dinilai meningkatkan kinerja perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Furtado & Rozeff, (1987); dan Weisbach, (1988) mengungkapkan bahwa pergantian CEO berhubungan negatif tidak signifikan terhadap kinerja pasar.

Beatty & Zajac, (1987) mengungkapkan bahwa pengumuman pergantian CEO berhubungan dengan penurunan nilai perusahaan. Pergantian CEO cenderung mempengaruhi keputusan produksi dan investasi di dalam perusahaan. Menurut Hasil temuan Farrell & Whidbee, (2003) membuktikan bahwa kinerja pasar menjadi variabel yang berpengaruh dalam menentukan pergantian CEO di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa, penurunan kinerja pasar menjadi faktor yang dipertimbangkan oleh dewan direksi dalam membuat keputusan pergantian CEO. Selain itu, dewan komisaris akan menunjuk CEO yang dapat mengubah kebijakan dan strategi perusahaan, sehingga berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Menurut Lindrianasari & Hartono, (2012), harga saham yang menurun selama tiga tahun berturut-turut mendorong terjadinya pergantian CEO. Penurunan harga saham yang berturut-turut selama tiga tahun tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki risiko pasar yang tinggi.

Risiko pasar secara statistika berhubungan positif signifikan terhadap pergantian CEO perusahaan. Risiko pasar yang semakin meningkat berhubungan positif dengan probabilitas pergantian CEO, dengan kata lain, perusahaan yang memiliki risiko yang tinggi akan dipandang sebagai perusahaan yang buruk kinerjanya sehingga harus dilakukan perbaikan. CEO adalah orang yang dianggap paling bertanggungjawab atas memburuknya kinerja pasar sehingga perlu dilakukan pergantian ketika terjadi penurunan kinerja pasar secara berturut-turut.

2.1.7 Waktu Pergantian CEO

Menurut Pourciau, (1993), penggantian CEO adalah suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain. Pergantian CEO dapat melalui sebuah proses yang rutin atau sebuah proses yang non-rutin. Rutin adalah pergantian yang terstruktur dan direncanakan dengan matang. CEO lama biasanya tetap menduduki jabatan sebagai Dewan Direksi dan tetap memantau jalannya perusahaan. Sedangkan pergantian non-rutin adalah kondisi perusahaan yang tidak menyiapkan proses pergantian CEO karena keterbatasan waktu dan kesempatan untuk memilih calon CEO. Waktu pergantian CEO mengacu pada periode di mana seorang CEO atau *Chief Executive Officer* mengakhiri masa jabatannya di sebuah perusahaan dan digantikan oleh seseorang yang baru. Berikut adalah pengukuran Waktu pergantian CEO (*CEO Turnover Time*):

Tabel 2.1 Waktu Pergantian CEO

Kategori	Score
Pergantian terjadi pada Quartal 1	4
Pergantian terjadi pada Quartal 2	3
Pergantian terjadi pada Quartal 3	2
Pergantian terjadi pada Quartal 4	1

Sebelum di turunkan menjadi pengukuran di atas sebelumnya dilakukan pengukurang terkait adanya pergantian atau tidak adanya pergantian dengan notasi adanya pergantian dengan 1 dan tidak ada pergantian 0

2.1.8 Asal CEO

Srivastav *et al.*, (2017) mengungkapkan bahwa CEO baru dapat berasal dari dalam (*inside*) atau dari luar (*outside*) perusahaan. Pengganti CEO *inside* apabila

CEO baru berasal dari dalam perusahaan, atau telah bekerja lebih dari tiga tahun, selain itu CEO baru pernah memegang jabatan di perusahaan tersebut sebelumnya, atau masih mempunyai hubungan keluarga atau keturunan. Disebut pengganti CEO *outside* apabila seseorang yang saat menjadi CEO kurang dari tiga tahun bekerja di perusahaan tersebut, belum pernah memegang jabatan tertentu dalam perusahaan dan tidak mempunyai hubungan keluarga atau keturunan (Weisbach, 1988). Pengukuran asal CEO yaitu 0 jika CEO dari dalam perusahaan dan 1 jika CEO dari Luar Perusahaan.

2.1.9 Jumlah Dewan Direksi

Menurut UU No. 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas Pasal 1 Direksi adalah organ perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan Perseroan untuk kepentingan Perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan Perseroan serta mewakili Perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar. Agar pelaksanaan tugas direksi dapat berjalan secara efektif, salah satu prinsip yang perlu dipenuhi adalah komposisi direksi harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan secara efektif, tepat, dan cepat, serta dapat bertindak independen (Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006). Pengukuran jumlah dewan direksi yaitu:

$$NoBOD = \sum \text{Anggota Dewan Direksi}$$

2.1.10 Latar Belakang Pendidikan CEO

Menurut Ying & Mei, (2014), latar belakang pendidikan mempengaruhi kemampuan CEO dalam 3 hal, pertama, pendidikan memiliki potensi untuk berkontribusi terhadap pengetahuan, perspektif, dan kemampuan untuk memahami konsep *technical* dan teknik abstrak. Kedua, semakin tinggi pendidikan dapat menjadi gambaran intelijen dan kemampuan CEO dalam menghadapi aktivitas intelektual yang menantang. Ketiga, koneksi yang didapat pada perkuliahan dapat berguna secara profesional di kedepannya. Tingkat pendidikan CEO dapat dinilai dari 2 indikator, yaitu jenjang pendidikan dan kualitas pendidikan. Jenjang pendidikan dilihat dari seberapa tinggi pencapaian seorang CEO (*Undergraduate*,

Master, PhD). Jenjang pendidikan *Undergraduate* memberikan pelatihan dasar bagi CEO untuk membantu mengembangkan *skills* yang ia miliki. Jenjang pendidikan *Master* merepresentasikan suatu tingkat manajemen dan pengetahuan yang didapat dari program Master. Jenjang Pendidikan *PhD* menunjukkan tingkat keahlian teknis yang didapat dari gelar doktor. Pendidikan CEO adalah pendidikan formal yang pernah ditempuh oleh seorang CEO perusahaan. Menurut King *et al.* (2016), pendidikan CEO akan menggambarkan kemampuan dari CEO. Bhagat *et al.* (2010) mengungkapkan bahwa Pendidikan CEO merupakan faktor kritis dalam memilih CEO. Kaplan *et al.* (2012) menyatakan bahwa pendidikan CEO menggambarkan bakat bawaan dari seorang CEO. Menurut Custodio dan Metzger (2014) pendidikan CEO meningkatkan kinerja dan menciptakan nilai bagi *shareholder*. Menurut King *et al.* (2016) latar belakang pendidikan CEO merupakan proksi dari kemampuan kognitif CEO. Pada penelitian ini latar belakang Pendidikan CEO diukur menggunakan dummy. Bernilai 1 jika CEO memiliki pendidikan Akuntansi dan Keuangan, dan bernilai 0 ketika tidak memiliki pendidikan Akuntansi dan Keuangan.

2.2 Pengembangan Hipotesis Penelitian

2.2.1 Pengaruh Waktu Pergantian CEO

Pergantian CEO adalah suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain. Pergantian CEO dapat melalui sebuah proses yang rutin atau sebuah proses yang non-rutin. Rutin adalah pergantian yang terstruktur dan direncanakan dengan matang. CEO lama biasanya tetap menduduki jabatan sebagai Dewan Direksi dan tetap memantau jalannya perusahaan. Sedangkan pergantian non-rutin adalah kondisi perusahaan yang tidak menyiapkan proses pergantian CEO karena keterbatasan waktu dan kesempatan untuk memilih calon CEO (Pourciau, 1993). Proses ini tidak terencana dan sulit untuk mengetahui alasan pergantian CEO karena perusahaan biasanya cenderung untuk menutupi kejadian sesungguhnya di perusahaan (Defond & Hung, 2004). Pergantian juga bisa bersifat sukarela tanpa ada paksaan (D. J. Denis & Denis, 1995; Lindrianasari & Hartono, 2012).

Waktu pergantian CEO merupakan suatu sinyal yang diberikan oleh perusahaan bahwa akan ada perubahan dalam pengelolaan perusahaan dengan cara menerapkan peraturan dan prosedur baru, serta perubahan kebijakan yang ditetapkan oleh CEO baru yang diharapkan meningkatkan kinerja keuangan (Setiawan, 2007). Pergantian CEO lebih sering menunjukkan kinerja keuangan yang lebih rendah. Laba berhubungan negatif dengan pergantian CEO. Jika kinerja keuangan membaik maka peluang promosi dari seorang CEO semakin tinggi dan juga berlaku sebaliknya (Adams *et al.*, 2005; Amba, 2013; Cao *et al.*, 2019; Kim *et al.*, 2020; Mackey, 2008; Srivastav *et al.*, 2017; Suk *et al.*, 2020).

Pergantian CEO adalah peristiwa penting yang mempengaruhi proses organisasi, perubahan strategis, kinerja keuangan, dan kinerja pasar individual (Kim *et al.*, 2020; D. J. Miller, 1995; Schepker *et al.*, 2017). Pergantian CEO secara substansial dapat memfasilitasi perubahan strategis (Boeker, 1992) dan mengarah kepada perubahan kinerja keuangan dan kinerja pasar individual. Hal ini karena CEO yang baru belajar dari kesalahan CEO sebelumnya, kemudian CEO tersebut meningkatkan adaptasi terhadap organisasi untuk lingkungan eksternal, dan memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Salancik, 1980) dengan menyelaraskan arah strategis dan sumber daya dengan perubahan lingkungan (Haveman *et al.*, 2001; Shen & Chao, 2005; Wiersema & Bantel, 1993). Selain itu, pergantian CEO adalah peristiwa organisasi yang mengejutkan dan dapat menurunkan kinerja keuangan dan kinerja pasar individual karena arah strategis baru dan restrukturisasi dari penerus dapat mengganggu hubungan jaringan sosial informal dan mengakibatkan ketakutan dan kekhawatiran tentang kehilangan stabilitas, status, dan kekuasaan di antara pekerja di sebuah organisasi (Allen *et al.*, 1979; Ballinger & Marcel, 2010; Boeker, 1992; Schepker *et al.*, 2017).

Frekuensi pergantian CEO dapat mendorong disintegrasi organisasi dari strategi dan tujuan perusahaan. CEO sebelumnya (*pre-decessor*) akan memiliki lebih banyak waktu untuk mencapai integrasi organisasi karena waktu dan pengetahuan yang panjang digunakan untuk mengembangkan rutinitas perusahaan yang diselaraskan secara internal (D. J. Miller, 1995). Namun, setelah peristiwa pergantian CEO, CEO baru akan memiliki arah dan tujuan strategis yang kurang ditentukan atau rutinitas yang tidak stabil yang dapat menghancurkan fungsi

organisasi dan integrasi untuk strategi perusahaan (D. Miller, 1991; D. J. Miller, 1995; Shen & Cannella Jr, 2002). Hal ini dapat mengakibatkan ketidakpastian organisasi dan gangguan terhadap rutinitas organisasi yang sudah ada sebelumnya (Boeker, 1992; Schepker *et al.*, 2017). Jika pergantian CEO terjadi secara temporer dekat satu sama lain, intensitas disintegrasi organisasi kemungkinan lebih dipercepat, sedangkan pergantian CEO yang sering dapat mengganggu rutinitas organisasi, sehingga perusahaan tidak dapat mempersiapkan dan melaksanakan strateginya untuk mencapai tujuan perusahaan. Perubahan kepemimpinan dapat mengganggu rutinitas sebelumnya dan pola komunikasi dan koordinasi di antara anggota tim manajemen puncak yang dapat menyebabkan pola interaksi yang tidak stabil dan tidak seimbang (Marks *et al.*, 2001; Summers *et al.*, 2012). Oleh karena itu, pergantian CEO yang sering dalam periode waktu yang lebih singkat kemungkinan besar akan menghasilkan guncangan yang lebih kuat yang dapat mengganggu rutinitas organisasi yang telah ditentukan, dan mengganggu komunikasi dan koordinasi anggota tim manajemen puncak atau karyawan (Nyberg & Ployhart, 2013). Dengan demikian, anggota tim manajemen puncak dan karyawan akan kesulitan untuk beradaptasi dengan pergantian CEO yang sering dilakukan perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan lebih banyak gangguan pada kinerja keuangan dan kinerja pasar individual dari waktu ke waktu.

Selanjutnya, pergantian CEO yang sering dapat menyebabkan ambiguitas dan ketidakstabilan organisasi, karena perubahan yang berulang dapat mengganggu jaringan informal organisasi yang rutin dan menyebabkan kekhawatiran karyawan tentang perubahan baru. Setelah pergantian CEO, CEO baru memperkenalkan kebijakan dan praktik baru untuk memfasilitasi restrukturisasi struktur jaringan informal yang ada dan hubungan organisasi (Ballinger & Marcel, 2010; Boeker, 1992; Kesner & Dalton, 1994). Ketika pergantian CEO sering terjadi, CEO baru cenderung menyarankan tindakan strategis baru atau yang direvisi, memaksa pekerja untuk mengembangkan hubungan jaringan informal baru untuk menangani arahan strategis baru untuk perusahaan (Ballinger & Marcel, 2010; Boeker, 1992). Selain itu, seringkali pergantian CEO dapat membuat karyawan terpapar lingkungan perusahaan yang tidak stabil dan ambigu. Kejadian mengejutkan yang sering terjadi dapat memaksa

karyawan untuk mengevaluasi kembali pekerjaan dan posisi mereka saat ini (Felps *et al.*, 2009; Kammeyer-Mueller *et al.*, 2005; Kim *et al.*, 2020) dan bahkan membuat mereka terkena giliran *turnover* (Felps *et al.*, 2009). Oleh karena itu, para pekerja memiliki lebih banyak kekhawatiran tentang keamanan pekerjaan mereka, status saat ini, dan hilangnya kekuasaan di bawah kepemimpinan baru (Kesner & Dalton, 1994). Ketidakamanan ini dapat memperburuk kecemasan organisasi dan menyebabkan penurunan kinerja keuangan dan kinerja pasar individual yang signifikan dari waktu ke waktu.

Dibandingkan dengan CEO sebelumnya, CEO baru memiliki pengetahuan dan pengalaman yang relatif lebih sedikit mengenai perusahaan tersebut (Krug & Nigh, 2001). CEO baru sering tidak memiliki pengetahuan, keterampilan, kemampuan, dan karakteristik khusus terkait dengan perusahaan. Selain itu, CEO baru juga tidak memiliki waktu yang cukup untuk mengembangkan keterampilannya. Walaupun CEO baru tersebut memiliki beberapa sumber daya manusia khusus perusahaan melalui suksesi CEO internal, penggantian CEO dapat menghambat pengembangan sumber daya manusia yang dimiliki perusahaan (Schepker *et al.*, 2017). Hilangnya modal manusia yang sering terjadi akan memiliki dampak jangka panjang pada proses dan kinerja organisasi (Greiner *et al.*, 2003).

Selama ini, penelitian tentang pergantian CEO tidak memberikan kesimpulan yang konklusif. Bahkan, banyak studi menunjukkan bahwa pergantian CEO berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Sementara itu, teori akuntansi positif menjelaskan prediksi tentang '*big-bath*' yang akan dilakukan oleh direktur baru, karena mereka tidak ingin bertanggung jawab atas proyek yang diinisiasi oleh pemimpin sebelumnya. Oleh karena itu, penting untuk meneliti waktu yang tepat untuk pergantian CEO. Dengan asumsi bahwa pergantian yang dilakukan di awal periode atau tahun operasional akan membuat perusahaan didominasi oleh kinerja CEO yang baru.

Sedangkan pergantian CEO di akhir tahun operasional cenderung membuat perusahaan membiarkan kerugian terjadi di tahun tersebut, karena mereka cenderung melakukan praktik *Big Bath*. Berdasarkan perkembangan penelitian diatas maka penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Waktu penggantian CEO berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan

H₂ : Waktu penggantian CEO berpengaruh positif terhadap Kinerja Pasar Individual

2.2.2 Pengaruh Asal CEO

Di Indonesia manajer puncak meliputi Dewan Direksi yang mempunyai pimpinan dengan sebutan Direktur Utama atau *Chief Executive Officer* (CEO). *Chief Executive Officer* (CEO) merupakan salah satu orang yang duduk dalam kepemimpinan perusahaan yang termasuk dalam kelompok manajemen puncak (*top management*) sebuah perusahaan serta bertanggung jawab untuk kelangsungan hidup dan keberhasilan perusahaan (Warner *et al.*, 1988). CEO memiliki peranan penting dalam kinerja keuangan dan kinerja pasar individual karena CEO merupakan penyusun strategi, misalnya menentukan tujuan perusahaan, perencanaan, pengorganisasian, dan pengawasan (Lausten, 2002).

Chief Executive Officer (CEO) merupakan eksekutif yang berada dipuncak perusahaan dan yang bertanggung jawab untuk kelangsungan hidup dan keberhasilan perusahaan. Mereka memegang jabatan seperti ketua dewan perusahaan, direktur utama perusahaan, wakil presiden senior, wakil presiden pelaksana, dan wakil presiden. Perubahan kepemilikan suatu perusahaan kemungkinan akan diikuti dengan redefinisi misi, visi, dan strategi bisnis, sehingga menuntut adanya restrukturisasi organisasi yang sesuai dengan formulasi misi, visi, dan strategi yang baru tersebut. Biasanya, restrukturisasi organisasi akan diikuti dengan pergantian CEO. Pergantian eksekutif akan mempengaruhi kinerja keuangan dan kinerja pasar individual. Peningkatan efisiensi secara signifikan terjadi pada perusahaan yang melakukan pergantian pada tingkatan *top management*-nya.

CEO dengan latar belakang yang berbeda (anggota keluarga atau profesional) menyiratkan tingkat kemampuan manajerial yang berbeda dan menginduksi berbagai jenis masalah keagenan. Kinerja perusahaan bergantung pada karakteristik perusahaan dan peran keluarga yang mengendalikan (Claessens *et al.*, 2002; Jensen & Meckling, 1976). Pengganti CEO baru dapat berasal dari dalam (*inside*) atau dari

luar (*outside*) perusahaan. Pengganti CEO *inside* apabila CEO baru berasal dari dalam perusahaan, atau telah bekerja lebih dari tiga tahun, selain itu CEO baru pernah memegang jabatan di perusahaan tersebut sebelumnya, atau masih mempunyai hubungan keluarga atau keturunan (Srivastav *et al.*, 2017). Disebut pengganti CEO *outside* apabila seseorang yang saat menjadi CEO kurang dari tiga tahun bekerja di perusahaan tersebut, belum pernah memegang jabatan tertentu dalam perusahaan dan tidak mempunyai hubungan keluarga atau keturunan (Weisbach, 1988).

Pemilihan CEO yang berasal dari luar perusahaan (*outside*) berkaitan dengan penurunan kinerja keuangan dan kinerja pasar individual. Hal ini karena CEO yang berasal dari luar perusahaan (*outside*) tidak memiliki keterampilan khusus perusahaan (Bailey dan Helfat, 2003). Oleh karena itu perlu waktu untuk mengintegrasikan dan membiasakan diri dengan lingkungan organisasi yang baru (Fondas & Wiersema, 1997). Kurangnya keakraban perusahaan pada awal setelah suksesi sering menyebabkan CEO yang berasal dari luar perusahaan (*outside*) membuat keputusan strategis yang prematur dan tidak sesuai dengan kompetensi internal perusahaan, sehingga berdampak negatif terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar individual (Zhang & Rajagopalan, 2004). Dibandingkan dengan perekrutan internal, CEO yang berasal dari luar perusahaan (*outside*) cenderung memiliki tim manajemen puncak yang mendukung pada awal setelah suksesi (Friedman & Saul, 1991). Hal ini yang menghambat transfer dan integrasi pengetahuan dan informasi eksternal (Grossman & Hoskisson, 1998). Ketika seorang CEO yang berasal dari luar perusahaan (*outside*) mengambil alih kepemimpinan, ketegangan di dalam tim manajemen puncak kemungkinan besar akan tinggi, karena eksekutif senior akan merasa rendah diri, takut, atau bahkan bermusuhan dengan CEO yang berasal dari luar perusahaan (*outside*) tersebut yang mungkin pada gilirannya akan mempertanyakan kompetensi para eksekutif senior (Shen & Cannella Jr, 2002). Kurangnya pengalaman dan pengetahuan mengenai perusahaan antara CEO baru dan manajer puncak akan menimbulkan tantangan komunikasi pada awal setelah suksesi (J.-L. Denis *et al.*, 2000), sehingga menyebabkan fragmentasi pengetahuan (Hambrick, 1995). Hal ini mengakibatkan kinerja keuangan dan kinerja pasar individual yang rendah.

***H₃: Pengangkatan CEO yang berasal dari luar perusahaan (Outside)
Berpengaruh negatif Terhadap Kinerja Perusahaan***

***H₄: Pengangkatan CEO yang berasal dari luar perusahaan (Outside)
Berpengaruh negatif Terhadap Kinerja Pasar***

2.2.3 Pengaruh Jumlah Dewan Direksi

Secara teori, hubungan antara jumlah dewan direksi dan kinerja perusahaan umumnya masih belum final (Upadhyay *et al.*, 2014). Teori keagenan mengungkapkan bahwa dewan direksi yang besar dapat menaikkan biaya manajerial dan oleh karena itu secara berlawanan mempengaruhi profitabilitas perusahaan (Yawson, 2006). Jumlah dewan direksi yang banyak dapat menaikkan biaya-biaya dewan seperti remunerasi, bonus, perjalanan dan tunjangan-tunjangan lainnya (Vafeas, 1999). Hal ini dapat menyebabkan kenaikan biaya keagenan dan menurunkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1979). Jumlah anggota dewan direksi yang banyak dapat menimbulkan masalah komunikasi dan koordinasi yang dapat secara negatif mempengaruhi kinerja keuangan dan kinerja pasar individual (Yermack, 1996).

Menurut Goodstein *et al.*, (1994), dengan jumlah dewan direksi yang banyak, kinerja keuangan dapat ditingkatkan karena sumber-sumber daya penting dapat dijamin (*secured*) lebih mudah, seperti kontrak-kontrak keuangan dan bisnis. Jumlah dewan direksi yang banyak, terdiri dari banyak anggota yang berkualitas, sehingga dapat meningkatkan keputusan-keputusan dewan komisaris (Yawson, 2006). Keberadaan dewan direksi yang banyak dapat membantu menciptakan sub-komite dewan yang efektif yang mana dapat meningkatkan kinerja keuangan dan kinerja pasar individual (Jiraporn *et al.*, 2009). Jumlah dewan direksi yang banyak berarti bahwa para *stakeholders* terwakili dengan lebih baik dalam dewan direksi (Johl *et al.*, 2015; Ntim & Soobaroyen, 2013).

Dua fungsi penting dari dewan direksi adalah sebagai penasihat dan pengawas (Adams & Ferreira, 2007; Raheja, 2004). Fungsi penasihat melibatkan nasihat dari para ahli kepada CEO dan akses ke informasi dan sumber daya perusahaan (Fama & Jensen, 1983). Dewan direksi memiliki tanggung jawab untuk memantau, mendisiplinkan, dan menghapus tim manajemen yang tidak efektif, untuk

memastikan bahwa manajer mengejar kepentingan pemegang saham. Raheja, (2004) berpendapat bahwa CEO dari dalam perusahaan (*inside*) adalah sumber penting yang memiliki informasi khusus perusahaan, tetapi terdapat kemungkinan memiliki tujuan yang terdistorsi karena mengejar keuntungan pribadi dan kurangnya independensi dari CEO. Dibandingkan dengan CEO dari dalam perusahaan (*inside*), CEO dari luar perusahaan (*outside*) lebih mandiri, melakukan pemantauan yang lebih baik, tetapi kurang mendapat informasi tentang aktivitas perusahaan. Keuntungan dari jumlah dewan direksi yang banyak dan peningkatan jumlah direktur non-eksekutif adalah semakin besar informasi kolektif yang dimiliki oleh dewan direksi yang juga berharga untuk fungsi pemantauan (Lehn & Zhao, 2006). Oleh karena itu, peningkatan jumlah dewan direksi diharapkan memiliki dampak yang positif terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar individual.

H₅: Jumlah Dewan Direksi dalam perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

H₆: Jumlah Dewan Direksi dalam perusahaan berpengaruh positif terhadap Kinerja Pasar.

2.2.4 Pengaruh Latar Belakang Pendidikan CEO

Latar belakang pendidikan mempengaruhi kemampuan CEO dalam 3 hal, pertama, pendidikan memiliki potensi untuk berkontribusi terhadap pengetahuan, perspektif, dan kemampuan untuk memahami konsep *technical* dan teknik abstrak. Kedua, semakin tinggi pendidikan dapat menjadi gambaran intelijen dan kemampuan CEO dalam menghadapi aktivitas intelektual yang menantang. Ketiga, koneksi yang didapat pada perkuliahan dapat berguna secara profesional di kedepannya (Ying & Mei, 2014).

Tingkat pendidikan CEO dapat dinilai dari 2 indikator, yaitu jenjang pendidikan dan kualitas pendidikan. Jenjang pendidikan dilihat dari seberapa tinggi pencapaian seorang CEO (*Undergraduate, Master, PhD*). Jenjang pendidikan *Undergraduate* memberikan pelatihan dasar bagi CEO untuk membantu mengembangkan *skills* yang ia miliki. Jenjang pendidikan *Master* merepresentasikan suatu tingkat manajemen dan pengetahuan yang didapat dari

program Master. Jenjang Pendidikan *PhD* menunjukkan tingkat keahlian teknis yang didapat dari gelar doktor. Kualitas pendidikan dilihat dari peringkat institusi pendidikan CEO tersebut, sebagai contoh CEO yang lulus dengan gelar *Master* dari top-20 institusi pendidikan di Amerika Serikat memberikan performa yang lebih superior dibandingkan CEO yang lulus dengan gelar *Master* dari institusi pendidikan yang tidak termasuk dalam top-20 di Amerika Serikat (King *et al.*, 2016).

CEO merupakan seorang individu yang memiliki pengaruh yang paling besar terhadap kinerja perusahaan. CEO dengan latar belakang pendidikan *PhD* memberikan kinerja yang lebih baik pada suatu perusahaan. Namun bukan berarti CEO yang latar belakang pendidikan *S1* dan *S2* memberikan kinerja yang buruk. CEO dengan latar belakang pendidikan *S1* dan *S2* memberikan performa yang baik, namun CEO dengan latar belakang pendidikan *S3* memberikan performa yang lebih baik. CEO dengan latar belakang pendidikan *S3* cenderung memberikan performa yang lebih baik karena memiliki tingkat intensitas mengambil resiko yang tinggi (King *et al.*, 2016). CEO dengan latar belakang Pendidikan yang tinggi dapat memproses informasi dengan cepat dan menerima perubahan yang signifikan dalam sebuah perusahaan (Wiersema & Bantel, 1993). CFO (*Chief Financial Officer*) yang memiliki latar belakang pendidikan *PhD* lebih mengikuti masukan akademis dan menggunakan cara *present value* dalam mengevaluasi proyek baru (Graham & Harvey, 2002).

Pengetahuan berhubungan dengan prestasi kerja (Valls *et al.*, 2016). Pekerjaan yang berbeda dalam organisasi memerlukan perekrutan karyawan dengan tingkat pendidikan yang berbeda (sekolah menengah, kejuruan, sarjana, gelar master, dan *PhD*) untuk menyelesaikan pekerjaan di sebuah organisasi. Pendidikan yang beragam pada karyawan dapat berarti bahwa pekerjaan dikelola oleh individu dengan berbagai tingkat pengetahuan dan keahlian. Individu dengan tingkat pendidikan yang berbeda juga memiliki karakteristik sosio-demografis yang berbeda yang berlaku untuk sikap dan pengalaman hidup mereka. Oleh karena itu, perlu dicatat bahwa individu dengan tingkat pendidikan yang berbeda dapat memberikan ide yang berbeda, pendekatan baru, dan alternatif yang berbeda (Valls *et al.*, 2016). Latar belakang pendidikan di bidang akuntansi, keuangan, dan

sejenisnya dapat dianggap menguntungkan dalam menduduki jabatan CEO. Latar belakang pendidikan di bidang akuntansi dan keuangan memberikan pemahaman yang mendalam tentang laporan keuangan, analisis finansial, dan pengelolaan aset dan liabilitas. Kemampuan untuk menganalisis angka dan mengambil keputusan berdasarkan data keuangan menjadi sangat penting bagi CEO. CEO harus memiliki pemahaman yang kuat tentang risiko bisnis dan cara mengelolanya. Pendidikan di bidang akuntansi dan keuangan membekali individu dengan alat dan teknik untuk mengidentifikasi, mengukur, dan mengelola risiko dengan efektif. Pendidikan di bidang akuntansi dan keuangan membantu CEO dalam melihat gambaran keseluruhan perusahaan dan memahami implikasi strategis dari keputusan keuangan. Ini memungkinkan mereka untuk mengambil keputusan yang berorientasi jangka panjang dan berdampak pada pertumbuhan dan keberlanjutan perusahaan. Selain itu, pendidikan di bidang akuntansi dan keuangan dapat membantu CEO berkomunikasi secara efektif tentang kinerja keuangan dan strategi perusahaan kepada para pemangku kepentingan. Latar belakang pendidikan di bidang akuntansi dan keuangan sering dianggap memiliki keahlian untuk melakukan pengawasan keuangan dan memastikan kepatuhan terhadap aturan dan regulasi yang berlaku.

Tenaga kerja dengan tingkat pendidikan yang berbeda memberi sinyal kepada karyawan bahwa organisasi mewujudkan kebijakan dan praktik inklusif, menghargai keterampilan dan pengetahuan karyawan. Individu yang tidak memiliki gelar sarjana atau lebih tinggi seringkali mengalami diskriminasi dalam hal peluang karir dan aspek kehidupan lainnya (Kuppens *et al.*, 2015). Memberikan kesempatan karir kepada individu yang tidak memiliki gelar yang lebih tinggi tetapi memiliki keterampilan dan pengetahuan yang relevan dengan pekerjaan, dapat dianggap sebagai inklusi sosial dan dapat dipercaya, yang pada gilirannya dapat memperkuat hubungan pergantian CEO dengan kinerja keuangan dan kinerja pasar individual.

Pengetahuan, keterampilan, dan perspektif yang dibawa oleh keragaman tingkat pendidikan akan memungkinkan karyawan membuat keputusan dan pemecahan masalah yang lebih baik, serta memunculkan ide-ide kreatif untuk menanggapi pergantian CEO yang sering terjadi. Selain itu, inklusi sosial dan persepsi keadilan yang ditandai melalui praktik dan kebijakan yang inklusif secara

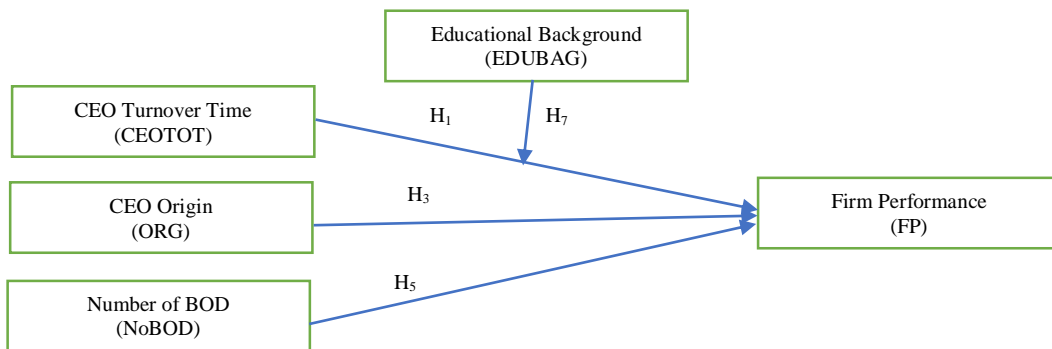
pendidikan dapat menciptakan hubungan yang kuat antara karyawan dan organisasi. Hal ini memungkinkan karyawan untuk menahan volatilitas pergantian CEO yang sering terjadi (Kim *et al.*, 2020).

H₇: Latar Belakang Pendidikan CEO memperkuat Hubungan antara Waktu Pergantian CEO dengan Kinerja Perusahaan.

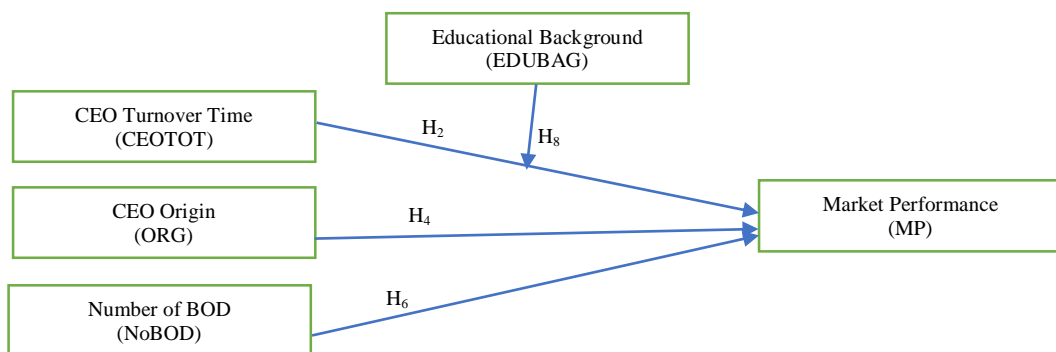
H₈: Latar Belakang Pendidikan CEO memperkuat Hubungan antara Waktu Pergantian CEO dengan Kinerja Pasar.

2.3 Model Penelitian

Dibawah ini merupakan Model Penelitian yang akan dilakukan pengujian.



Gambar 2.1 Model Penelitian Pertama



Gambar 2.2 Model Penelitian Kedua

Keterangan:

- FP : Kinerja Perusahaan
- MP : Kinerja Pasar Individual
- CEOTOT : Waktu Pergantian *CEO*

No.BOD : Jumlah dewan Direksi
ORG : Asal *CEO* dari dalam Perusahaan atau dari luar
Perusahaan
EDUBAG : Latar Belakang Pendidikan

BAB III

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian asosiatif *kausalitas*, dikarenakan penelitian ini ingin mengetahui pengaruh waktu pergantian CEO terhadap Kinerja Keuangan dan Kinerja Pasar Individual. Desain kausalitas digunakan untuk mengukur hubungan antar variabel atau berguna untuk menganalisis bagaimana suatu variabel mempengaruhi variabel lain. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Pendekatan kuantitatif memerlukan adanya hipotesis dan pengujian yang kemudian akan menentukan tahapan-tahapan berikutnya seperti penentuan formula teknik analisa statistik. Pendekatan kuantitatif digunakan untuk menguji teori, membangun fakta, menunjukkan hubungan antara variabel, dan deskriptif statistic (H. R. Bernard & Bernard, 2013). Peneliti juga menggunakan pendekatan *deduktif* dengan menempatkan beberapa teori sebagai dasar penelitian yang mendukung hubungan antar variabel.

3.1 Populasi dan Sampel

3.1.1 Populasi

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek, yang mempunyai kualitas dan karakteristik yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011 sampai 2020 sebanyak 709 perusahaan.

3.1.2 Sampel

Sampel penelitian adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut. Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pemilihan atau pengambilan sampel dengan pertimbangan-pertimbangan dan kriteria tertentu. Tujuannya adalah untuk memperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan penelitian ini. Adapun kriteria pengambilan sampel dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011 – 2020.
2. Perusahaan yang pernah melakukan minimal sekali pergantian CEO selama kurun waktu 2011 – 2020.
3. Perusahaan yang pernah melakukan minimal sekali pergantian CEO dan menerbitkan laporan tahunan secara lengkap selama periode 2011 - 2020.

Berikut disajikan tabel hasil pemilihan sampel penelitian.

Tabel 3.1 Kriteria dan Jumlah Sampel Penelitian

No.	Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011 - 2020	709
2.	Perusahaan yang pernah melakukan minimal sekali pergantian CEO selama kurun waktu 2011 - 2020	137
3.	Perusahaan yang pernah melakukan minimal sekali pergantian CEO dan menerbitkan laporan tahunan secara lengkap selama periode 2011-2020	27
Jumlah Sampel		27
Jumlah Observasi = 27 perusahaan x 10 tahun		270

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah peneliti, 2022

Berdasarkan Tabel 3.1 dapat dijelaskan bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011 - 2020 sebanyak 709 perusahaan yang menjadi populasi dan terdapat 137 perusahaan yang pernah melakukan minimal sekali pergantian CEO selama kurun waktu 2011 - 2020. Jumlah perusahaan yang melakukan Pergantian CEO sejak 2011 - 2020 minimal sekali dan menerbitkan laporan tahunan secara lengkap selama periode 2011 - 2020 serta memiliki detail informasi lainnya sesuai kebutuhan penelitian sebanyak 27 perusahaan. Jumlah tersebut yang menjadi data observasi penelitian.

Data-data variabel terkait penelitian yang berhasil dikumpulkan tersebut tidak termasuk dalam kategori data *outlier*. Deteksi data *outlier* yang bersumber dari data mentah menggunakan deteksi *outlier* dengan aturan ESD (*Extreme Studentized Deviation*). Aturan ESD merupakan pendeteksi *outlier* yang paling populer yang menyatakan bahwa setiap data diluar t standar deviasi dari nilai rata-ratanya merupakan data *outlier*. Nilai t yang digunakan adalah 2.

3.2 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel dependen dan variabel independen.

3.2.1 Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen adalah variabel terikat disebut juga variabel tergantung yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel lain (Sekaran, 2016). Variabel dependen dalam penelitian yaitu:

1) Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan diproksikan dengan *Return On Aset (ROA)*. *Return on Asset (ROA)* mengindikasikan kinerja keuangan dalam menggunakan aset untuk menghasilkan pendapatan. Rasio ini mengukur tingkat pengembalian investasi perusahaan yang telah dilakukan oleh perusahaan dengan menggunakan seluruh dana yang dimiliki (Prastowo, 2011). Rasio ROA digunakan untuk menilai efektivitas perusahaan didalam pembelian aset (Salim & Yadav, 2012). Rumus untuk menghitung ROA adalah sebagai berikut:

$$\Delta ROA = \frac{\Delta \text{Laba Bersih}}{\Delta \text{Total Aset}}$$

Keterangan:

ROA = *Return On Asset*

2) Kinerja Pasar Individual

Kinerja Pasar Individual di refleksikan dengan Pengembalian Saham (*Stock Return*). *Stock Return* merupakan selisih dari harga saham saat penutupan Perdagangan dengan harga saham saat pembukaan, hal ini dapat dilihat secara harian atau bulanan (Economywatch, 2010). Rumus untuk menghitung kinerja pasar individual adalah sebagai berikut:

$$\Delta R_{it} = \frac{\Delta P_t - P_{t-1}}{\Delta P_{t-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return Saham* i pada waktu t

P_t = harga saham di periode ke-t,

P_{t-1} = harga pada periode sebelumnya (t-1)

3.2.2 Variabel Independen (X)

Variabel independen merupakan variabel bebas yaitu variabel yang mempengaruhi variabel lain (Sekaran, 2016). Dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah :

1) Waktu pergantian CEO (*CEO Turnover Time*) X_1

Waktu pergantian CEO mengacu pada periode di mana seorang CEO atau *Chief Executive Officer* mengakhiri masa jabatannya di sebuah perusahaan dan digantikan oleh seseorang yang baru. Kinerja seorang CEO diukur sesuai Tahun buku, yang dimulai 1 Januari sampai dengan 31 Desember. Pelaporan Keuangan sifatnya kuartalan. Jika pergantian CEO dilakukan pada Q1 maka CEO yang berganti memiliki tanggungjawab kinerja penuh terhadap tahun buku tersebut, sehingga bobot pada Q1 diberikan score 4. Jika CEO diganti pada Q4, maka CEO pengganti beranggapan bahwa tanggung jawab kinerja merupakan tanggung jawab CEO sebelumnya, sehingga tanggung jawab untuk mencapai kinerja semakin rendah, sehingga Q4 diberi bobot 1. Berikut adalah pengukuran Waktu pergantian CEO (*CEO Turnover Time*):

Tabel 3.2 Pengukuran Waktu Pergantian CEO

Kategori	Score
Pergantian terjadi pada Quartal 1	4
Pergantian terjadi pada Quartal 2	3
Pergantian terjadi pada Quartal 3	2
Pergantian terjadi pada Quartal 4	1

2) Asal Pengangkatan CEO (*CEO Origin*) X_2

CEO baru dapat berasal dari dalam (*inside*) atau dari luar (*outside*) perusahaan. Pengganti CEO *inside* apabila CEO baru berasal dari dalam perusahaan, atau telah bekerja lebih dari tiga tahun, selain itu CEO baru pernah memegang jabatan di perusahaan tersebut sebelumnya, atau masih mempunyai hubungan keluarga atau keturunan. Disebut pengganti CEO *outside* apabila seseorang yang saat menjadi CEO kurang dari tiga tahun bekerja di perusahaan tersebut, belum pernah memegang jabatan tertentu dalam perusahaan dan tidak mempunyai hubungan keluarga atau keturunan (Weisbach, 1988; Srivastav *et al.*, 2017). Pengukuran asal CEO pada

penelitian ini yaitu 0 jika CEO dari dalam perusahaan dan 1 jika CEO dari Luar Perusahaan.

3) Jumlah Dewan Direksi (*Number of BOD*) X_3

Agar pelaksanaan tugas direksi dapat berjalan secara efektif, salah satu prinsip yang perlu dipenuhi adalah komposisi direksi harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan secara efektif, tepat, dan cepat, serta dapat bertindak independen (Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006). Jumlah direksi merujuk pada jumlah anggota dalam dewan direksi suatu perusahaan. Dewan direksi adalah badan pengawas dan pengambil keputusan tertinggi dalam perusahaan, yang bertanggung jawab untuk mengawasi manajemen perusahaan dan mengambil keputusan strategis. Dalam beberapa negara atau perusahaan, istilah "direksi" dapat digunakan secara khusus untuk menyebut anggota dewan direksi yang berperan sebagai direktur eksekutif atau direktur utama yang terlibat dalam kegiatan operasional perusahaan. Sementara itu, istilah "komisaris" biasanya merujuk pada anggota dewan direksi yang berfungsi sebagai anggota independen dan lebih fokus pada fungsi pengawasan, pengambilan keputusan strategis, dan penilaian kinerja manajemen. Jadi, pada penelitian ini, jumlah direksi mencakup anggota dewan direksi secara keseluruhan, termasuk direktur (direksi eksekutif). Direksi eksekutif lebih terlibat dalam pengelolaan operasional perusahaan, sedangkan komisaris lebih berfokus pada tugas pengawasan dan pengambilan keputusan strategis yang berdasarkan pada perspektif independen. Ukuran dewan direksi dapat dihitung dengan rumus:

$$NoBOD = \sum \text{Anggota Dewan Direksi}$$

3.2.3 Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel independen dengan variabel dependen. Variabel moderasi adalah variabel yang mempunyai pengaruh terhadap sifat atau arah hubungan antar variabel. Sifat atau arah hubungan antara variabel-variabel

independen dengan variabel-variabel dependen kemungkinan positif atau negatif tergantung pada variabel moderasi, oleh karena itu variabel moderasi dinamakan pula sebagai *contingency variable* (Liana, 2009). Pada penelitian ini, variabel moderasi yang digunakan adalah latar belakang Pendidikan CEO (*Educational Background*).

1) M1: Latar Belakang Pendidikan CEO (*Educational Background*)

Menurut King *et al.* (2016), pendidikan CEO akan menggambarkan kemampuan dari CEO. Bhagat *et al.* (2010) mengungkapkan bahwa Pendidikan CEO merupakan faktor kritis dalam memilih CEO. Kaplan *et al.* (2012) menyatakan bahwa pendidikan CEO menggambarkan bakat bawaan dari seorang CEO. Menurut Custodio dan Metzger (2014) pendidikan CEO meningkatkan kinerja dan menciptakan nilai bagi *shareholder*. Menurut King *et al.* (2016) latar belakang pendidikan CEO merupakan proksi dari kemampuan kognitif CEO. Pada penelitian ini latar belakang Pendidikan CEO diukur menggunakan *dummy*. Bernilai 1 (satu) jika CEO memiliki pendidikan Akuntansi dan Keuangan, dan bernilai 0 (nol) ketika tidak memiliki pendidikan Akuntansi dan Keuangan.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini berupa data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data yang diukur dalam suatu skala numerik, sedangkan sumber data dalam penelitian ini dengan menggunakan data sekunder. Sumber data sekunder adalah data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara, yang dapat berupa bukti, catatan, atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter), baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa laporan keuangan tahunan perusahaan (*annual report*). Data yang digunakan yaitu kinerja keuangan dan pergantian CEO selama 10 tahun yaitu dari tahun 2011 – 2020. Semua data diperoleh secara tidak langsung dari obyeknya, dengan melalui sumber lain, yaitu melalui situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan situs web resmi perusahaan.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan beberapa metode pengumpulan data, antara lain sebagai berikut:

a. Penelitian Pustaka

Penelitian pustaka adalah suatu cara untuk memperoleh data dengan membaca atau mempelajari berbagai macam literatur dan tulisan ilmiah yang berhubungan dengan penelitian ini.

b. Observasi

Observasi pada penelitian ini menggunakan observasi pasif. Observasi pasif yaitu penelitian dilakukan dengan cara mengadakan penelitian di Bursa Efek Indonesia, website Indonesia *Stock Exchange*, dan website-website lainnya yang berhubungan dengan penelitian ini.

c. Dokumentasi

Dokumentasi adalah mengumpulkan data dengan cara mengambil data-data dari catatan, dokumentasi, administrasi yang sesuai dengan masalah yang diteliti. Metode dokumentasi yang dilakukan dalam penelitian ini yaitu mempelajari catatan-catatan perusahaan yang diperlukan yang terdapat didalam Laporan Tahunan Perusahaan selama masa amatan untuk seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta informasi Laporan keuangan yang di butuhkan untuk data lainnya.

3.5 Metode Analisis Data

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis dan skewness (Widarjono, 2017).

3.5.2 Model Pengujian hipotesis

Untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen digunakan metode analisis kuantitatif dengan menggunakan data panel, yaitu kombinasi antara data *time series* dan data *cross section*. Alat pengolahan

data dengan menggunakan program *Eviews*. Menurut Baltagi (2005) persamaan model data panel sebagai berikut:

3.5.2.1 Model Regresi tanpa Moderasi

1) Model 1

$$FP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CEOTOT_{it} + \beta_2 NoBOD_{it} + \beta_3 ORG_{it} + \varepsilon_i$$

2) Model 2

$$MP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CEOTOT_{it} + \beta_2 NoBOD_{it} + \beta_3 ORG_{it} + \varepsilon_i$$

3.5.2.1 Moderated Regression Analysis (MRA)

1) Model 1

$$FP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CEOTOT_{it} + \beta_2 NoBOD_{it} + \beta_3 ORG_{it} + \beta_4 (CEOTOT_{it} * EDUBAG_{it}) + \varepsilon_i$$

2) Model 2

$$MP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CEOTOT_{it} + \beta_2 NoBOD_{it} + \beta_3 ORG_{it} + \beta_4 (CEOTOT_{it} * EDUBAG_{it}) + \varepsilon_i$$

Keterangan:

FP : Kinerja Keuangan

MP : Kinerja Pasar Individual

CEOTOT : Waktu Pergantian CEO

No.BOD : Jumlah dewan Direksi

ORG : Asal CEO dari dalam Perusahaan atau dari luar
Perusahaan

EDUBAG : Latar Belakang Pendidikan

3.5.3 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

3.6 Metode Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan model regresi data panel yang dibentuk berdasarkan prediksi teoritis (menguji signifikansi), pengalaman empiris melalui rujukan pada riset-riset terdahulu, dan menggunakan model stokastik. Menurut Baltagi (2005), yang disebut data panel adalah data yang merupakan hasil dari pengamatan pada beberapa individu atau (unit *cross-sectional*) yang merupakan masing-masing diamati dalam beberapa periode waktu yang berurutan (unit waktu). Data panel adalah gabungan antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*). Penggunaan data panel dalam penelitian ekonomi memiliki beberapa keuntungan utama dibandingkan data jenis *cross section* maupun *time series*. Data panel dapat memberikan peneliti jumlah pengamatan yang besar, meningkatkan *degree of freedom* (derajat kebebasan), data memiliki variabilitas yang besar dan mengurangi kolinieritas antara variabel penjelas, dimana dapat menghasilkan estimasi ekonometri yang efisien. Data panel dapat memberikan informasi lebih banyak yang tidak dapat diberikan hanya oleh data *cross section* maupun *time series* saja. Selain itu, data panel dapat memberikan penyelesaian yang lebih baik dalam inferensi perubahan dinamis dibandingkan data *cross section*.

Baltagi, (2005) menjelaskan beberapa kuntungan dari penggunaan data panel, antara lain:

- a. Data panel berkaitan dengan individual, perusahaan, negara, dan sebagainya dalam periode tertentu, maka tidak ada Batasan terhadap heterogenitas dari unit ini.
- b. Dengan mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*, data panel memberikan data yang lebih informatif, lebih bervariasi, sedikit kolinieritas antar variabel, lebih banyak derajat kebebasan (*degree of freedom*) dan lebih efisien.
- c. Dengan mempelajari penelitian *cross section* yang repetitive, data panel merupakan pendekatan yang lebih baik untuk mempelajari dinamika perubahan.
- d. Data panel bisa mendeteksi lebih baik dan mengukur efek yang tidak bisa diobservasi dengan data *cross section* atau *data time series* saja.

- e. Data panel membuat kita mempelajari model *behavioral* yang lebih kompleks.
- f. Data panel dapat meminimalkan bias yang dihasilkan oleh agregasi individu atau perusahaan karena unit data lebih banyak.

Walaupun demikian, menurut Baltagi (2005), data panel bukan merupakan metode yang sempurna dan tetap mempunyai beberapa kelemahan. Diantaranya adalah masalah desain dan pengkoleksian data, kemungkinan terjadinya distorsi dan kesalahan pengukuran, masalah *selectivity*, dimensi seri waktu yang lebih pendek, dan dependensi *cross section*. Secara umum, data panel dapat diestimasi dengan persamaan:

$$Y_{it} = \beta_{it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_{it}$$

$I = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$

Keterangan:

- Y_{it} : variabel dependen untuk setiap unit individu i pada periode t
- β_i : *intercept* persamaan regresi
- β_j : koefisien persamaan regresi untuk setiap variabel independent j
- X_{jit} : variabel independent untuk setiap unit individu i pada periode t
- ε_{it} : residual persamaan regresi (*error term*)

Pada persamaan tersebut, i merepresentasikan komponen *cross section* dan t merepresentasikan komponen *time series*. Dengan kata lain, i menunjukkan unit-unit observasi pada setiap periode, sedangkan t menunjukkan periode atau waktu penelitian. Data panel memberikan kemungkinan untuk meneliti perubahan pada kelompok observasi dari waktu ke waktu, sehingga metode ini relevan untuk menguji apakah variabel-variabel fundamental, seperti waktu pergantian CEO dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, dimana dibutuhkan banyak unit observasi dalam lebih dari satu periode untuk mengetahui bagaimana hubungan tersebut.

Baltagi, (2005) dan Gujarati & Dawn, (2015) mengungkapkan bahwa terdapat beberapa model regresi data panel, salah satunya adalah model dengan slope konstan dan intercept bervariasi. Model regresi panel yang dipengaruhi oleh salah satu unit saja disebut (unit *cross-sectional* atau unit waktu) disebut model komponen satu arah, sedangkan model regresi panel yang dipengaruhi oleh kedua unit (unit *cross-sectional* dan unit waktu) disebut model komponen dua arah. Secara umum terdapat dua pendekatan yang digunakan dalam menduga model dari data panel yaitu model tanpa pengaruh individu (*common effect*) dan model dengan pengaruh individu (*fixed effect* dan *random effect*).

a. Metode estimasi dilakukan melalui tiga pendekatan, yaitu:

1. Koefisien tetap antar waktu dan individu (*common effect*) atau *Pooled Least Square*/Pendekatan kuadrat terkecil

Model ini tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. *Common Effect Model* merupakan pendekatan model data panel yang sangat sederhana karena hanya mengkombinasikan data *cross section* dan *time series*. Model ini dapat menggunakan pendekatan teknik kuadrat terkecil atau *Ordinary Least Square (OLS)* untuk mengestimasi model data panel.

Metode *Pooled Least Square* merupakan pendekatan yang paling sederhana dalam mengestimasi data panel. Pada pendekatan ini tidak memperhatikan dimensi waktu dan individual, dan pendekatan ini mengasumsikan perilaku data antar perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Sesuai dengan namanya, yaitu *pooled* yang berarti dalam metode ini digunakan data panel dan *least square* yang berarti metode ini meminimumkan jumlah error kuadrat.

Meminimumkan error kuadrat kemungkinan besar jika dijumlahkan akan bernilai nol dan jika error hanya dijumlahkan saja tanpa dikuadratkan maka akan terjadi “ketidakadilan” karena nilai error yang besar dan kecil disamaratakan. Dengan adanya asumsi tersebut maka regresi data panel

yang akan dihasilkan sebuah perusahaan akan berlaku untuk semua perusahaan.

Persamaan untuk *Pooled Least Square* dapat ditulis dalam bentuk persamaan berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

i = unit *cross section* (individu)

t = periode waktunya

Ini akan mengakibatkan hasil dimana terdapat T persamaan yang sama (individu sama, waktu berbeda) dan terdapat N persamaan yang sama untuk setiap T observasi (periode waktu sama, individu berbeda). Ini diakibatkan oleh metode *pooled least square* memiliki asumsi bahwa baik *intercept* dan *slope* dari persamaan regresi dianggap konstan baik untuk antar individu dan antar waktu.

2. *Slope* konstan tetapi intersep berbeda antar individu (*fixed effect*) atau Pendekatan Efek Tetap

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepanya. Pada model *Fixed Effect*, digunakan teknik variabel dummy untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan dalam mengestimasi data panel atau teknik ini biasa disebut juga dengan teknik *Least Square Dummy Variable (LSDV)*. Namun demikian, slopanya sama antar perusahaan. Model ini mengasumsikan jika perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepanya.

Salah satu cara untuk memasukkan unsur individualitas dari masing-masing unit *cross-section* adalah dengan membiarkan *intercept* berbeda untuk setiap individu, tetapi dengan tepat berasumsi bahwa koefisien *slope* konstan. Sementara itu, cara untuk membuat *intercept* berbeda bagi setiap

individu adalah dengan menggunakan variabel *dummy*. Pendekatan ini menggunakan variabel boneka (*dummy*), sehingga disebut juga *Least Square Dummy Variabel Model* atau disebut juga *Covariance Model*. Dengan demikian, kita dapat memodelkan konstanta yang berbeda tersebut dengan menggunakan variabel *dummy* untuk setiap individu. Misalkan, sebuah penelitian memiliki sepuluh individu, maka model *fixed effect* dapat dituliskan:

$$Y_{it} = \beta_{11} D_{1i} + \beta_{12} D_{2i} + \dots + \beta_{1,10} D_{10i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \varepsilon_{it}$$

$$D_{1i} \begin{cases} 1 & \text{jika } i = 1 \\ 0 & \text{selain } i = 1 \end{cases}$$

$$D_{2i} \begin{cases} 1 & \text{jika } i = 2 \\ 0 & \text{selain } i = 2 \end{cases}$$

$$D_{3i} \begin{cases} 1 & \text{jika } i = 3 \\ 0 & \text{selain } i = 3 \end{cases}$$

Pada persamaan diatas ditambahkan sebanyak $(N-1) + (T-1)$ variabel boneka ke dalam model dan menghilangkan dua sisanya untuk menghindari kolinieritas sempurna antar variabel penjelas. Dengan menggunakan pendekatan ini akan terjadi *degree of freedom* sebesar $NT - 2 - (N-1) - (T-1)$, atau sebesar $NT - N - T$.

Kelemahan dari model *fixed effects* adalah terkadang variabel *dummy* yang ditambahkan tersebut tidak memiliki informasi oenuh dalam menjelaskan model aslinya.

3. *Random Effect*/Pendekatan Efek Acak

Model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model *Random Effect* ini mengestimasi data panel yang mungkin saja variabel gangguan saling berhubungan antar individu dan antar waktu. Pada model

Random Effect, perbedaan intersep diakomodasi oleh *error terms* masing-masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model *Random Effect* yaitu menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini juga disebut dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Square* (GLS).

Dalam model efek acak, parameter-parameter yang berbeda antar daerah maupun antar waktu dimasukkan ke dalam *error*. Karena hal ini lah, model efek acak sering juga disebut model komponen *error* (*error component model*/ECM). Pada model ini, gangguan diasumsikan bersifat acak untuk seluruh populasi. Ide dasar dari *random effect* adalah:

$$Y_{it} = \bar{\beta}_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_{it}$$

Dengan *error term*:

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + v_t + w_{it}$$

Keterangan:

$\mu_i \sim N(0, \delta_u^2)$ = komponen *cross section error*

$v_t \sim N(0, \delta_v^2)$ = komponen *time series error*

$w_{it} \sim N(0, \delta_w^2)$ = komponen *error* kombinasi

Error secara individual dan eror secara kombinasi diasumsikan tidak berkorelasi. Berbeda dengan *fixed effect*, model ini mengasumsikan bahwa sampel diambil secara acak pada setiap periode, sehingga diasumsikan μ_i (dan V_t pada kasus dipertimbangkannya heterogenitas antar waktu) mengikuti distribusi normal. Model ini memberikan keuntungan dari segi efisiensi jumlah variabel dibandingkan dengan *fixed effect*, sehingga dapat meningkatkan efisiensi model. Kelebihannya dibandingkan dengan *pooled least square*, model ini dapat menangkap heterogenitas antar individu yang tercermin dari residual *intercept* untuk masing-masing individu. Tetapi dalam *random effects* juga terdapat kelemahan, kelemahan dari Teknik

random effects ini adalah korelasi antar *error term* dengan variabel *independent*.

b. Penentuan metode estimasi regresi data panel

Untuk memilih model yang paling tepat terdapat beberapa pengujian yang harus dilakukan (Gujarati & Dawn, 2015), antara lain:

1. Uji *Chow* (Uji *Likelihood*)

Untuk mengetahui mana yang paling baik antara *intercept* dan *slope* yang harus konstan (metode *pooled least square*) atau *slopenya* saja yang konstan (metode *fixed effects model*) maka digunakanlah *Chow test*. Pengujian ini seringkali disebut juga dengan pengujian *F-Statistic*. Dasar penolakan terhadap hipotesa nol tersebut adalah dengan menggunakan *F-Statistic* seperti yang dirumuskan oleh *Chow* (Baltagi, 2005):

$$F_{stat} = \frac{(R_{fe}^2 - R_{re}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{fe}^2)/(NT - N - K)}$$

Keterangan:

R_{fe}^2 : *Restricted Residual Sum Square*

R_{re}^2 : *Unrestricted Residual Sum Square*

N : Jumlah data *cross section*

T : Jumlah data *time series*

K : Jumlah parameter

Metode ini menggunakan *F Test* untuk melihat signifikansi parameter regresi secara keseluruhan, dengan demikian hipotesa yang diuji adalah:

H_0 : parameter-parameter *dummy variable* tidak signifikan dalam menjelaskan variabel dependen ($\alpha_2 = \alpha_3 = K = \alpha_n = 0$)

H_1 : parameter-parameter *dummy variable* signifikan dalam menjelaskan variabel dependen ($\alpha_2 \neq 0, \alpha_3 \neq 0, K, = \alpha_n \neq 0$)

Jika satu atau lebih parameter *dummy variable* tidak signifikan, maka dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat *intercept* yang tetap untuk masing-masing individu dan estimasi *fixed effect* menjadi tidak efisien. Sehingga ketika H_0 tidak ditolak, model yang digunakan adalah *pooled least square* atau *radom effect*. Sebaliknya, ketika H_0 ditolak (parameter-parameter *dummy variable* signifikan), model yang digunakan adalah *fixed effect*. H_0 ditolak jika nilai *chow test* lebih besar daripada nilai F statistic dengan *degree of freedom* sebanyak $N-1$ dan $NT-N-K$, atau jika nilai probabilitas lebih kecil daripada 0,05.

2. Uji Hausman

Tes ini digunakan untuk melihat adanya korelasi antara residual pada *random effect* (μ_i) dengan masing-masing variabel independent. Jika terdapat korelasi antara residual *cross section* dengan salah satu variabel independent, maka hasil estimasi *random effect* tidak lagi konsisten. Koefisien pada *random effect* konsisten dan efisien jika tidak terdapat korelasi, namun tidak konsisten jika terdapat korelasi. Di sisi lain, koefisien *fixed effect* konsisten pada kedua kondisi tersebut, namun tidak efisien jika dibandingkan dengan *random effect* ketika tidak terdapat korelasi. Jika hasil statistik menunjukkan tidak korelasi antara residual *cross section* dengan variabel independent, maka *random effect* lebih baik untuk digunakan karena memberikan hasil estimasi yang lebih efisien, dilihat dari jumlah parameter yang tetap meskipun jumlah individu yang diobservasi bertambah. Sebaliknya, jika terdapat korelasi antara μ_i dengan X_{it} maka *fixed effect* lebih baik digunakan. *Hausman Test* dengan dua variabel didefinisikan sebagai berikut:

$$H = \frac{(\beta_{FEM} - \beta_{REM})^2}{Var(\beta_{FEM}) - Var(\beta_{REM})} \sim \chi_1^2$$

Keterangan:

β_{fixed} = koefisien parameter pada *fixed effect*

β_{random} = koefisien parameter pada *random effect*

$\text{Var}(\beta_{\text{rand}})$ = Varians dari koefisien parameter pada *fixed* dan *random*

Pada pengujian ini, H_0 ditolak jika nilai H lebih besar daripada nilai *chi square* dengan *degree of freedom* sebanyak 1, atau jika nilai probabilitas lebih kecil daripada 0,05. Hipotesa yang diuji adalah:

H_0 : tidak terdapat korelasi antara residual *cross section* dengan salah satu variabel independen [$E(\mu_i | X_{it}) = 0$]

H_1 : terdapat korelasi antara residual *cross section* dengan salah satu variabel independen [$E(\mu_i | X_{it}) \neq 0$]

Uji *Hausman* yakni pengujian untuk menentukan model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Uji ini menggunakan nilai signifikansi sebesar 5% ($\alpha=0,05$) dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Jika nilai *probability Chi-Square* lebih kecil dari $\alpha=0,05$ maka H_0 ditolak dan model yang terpilih adalah *fixed effect model*. Namun Jika nilai *probability Chi-Square* lebih besar dari $\alpha=0,05$ maka H_1 diterima dan model yang terpilih adalah *random effect model*.

3. *The Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test*

Semakin kecil varians dari residual pada *random effect* (σ_u^2), maka estimasi REM akan semakin mendekati OLS. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah varians tersebut nol atau berbeda signifikan dari nol atau dengan kata lain memilih antara pendekatan *random effect* dan *pooled least square*. Hipotesis yang diuji adalah:

H_0 : $\sigma_u^2 = 0$ / *random effect*

H_1 : $\sigma_u^2 \neq 0$ / *random effect*

Dasar penolakan terhadap H_0 dengan menggunakan statistik LM yang mengikuti distribusi dari *Chi Square*. Adapun perhitungan untuk statistik LM adalah sebagai berikut (Baltagi, 2005):

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left(\frac{\sum_{i=1}^n \{\sum_{t=1}^T e_u\}}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_u^2} - 1 \right)^2$$

$$LM = \frac{nT}{2(t-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (T - \bar{e}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2$$

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{T^2 \sum \sum^{-2} e_i}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right]^2 \approx \chi_1^2 \text{ under } H_0$$

Uji *Lagrange Multiplier* yakni pengujian untuk menentukan model *random effect* atau *common effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Uji ini menggunakan nilai signifikansi sebesar 5% ($\alpha=0,05$) dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Random Effect Model*

Jika nilai probabilitas *Breusch-Pagan* lebih kecil dari $\alpha=0,05$ maka H_0 ditolak dan model yang terpilih adalah *random effect model*. Namun Jika nilai probabilitas *Breusch-Pagan* lebih besar dari $\alpha=0,05$ maka H_1 diterima dan model yang terpilih adalah *common effect model*.

3.7 Uji Asumsi Klasik

Istilah klasik dalam ekonometrika digunakan untuk menunjukkan serangkaian asumsi-asumsi dasar yang dibutuhkan untuk menjaga agar *Ordinary Least Square* (OLS) dapat menghasilkan estimator yang paling baik pada model-model regresi. Terdapat beberapa asumsi *error* pada regresi, yaitu:

1. $E(u_t) = 0$; nilai rata-rata dari error adalah nol
2. $\text{Var}(u_t) = \sigma^2 < \infty$; varians dari error bersifat konstan dan finite untuk setiap x_t
3. $\text{Cov}(u_i, u_j) = 0$; error bersifat independent secara statistik
4. $\text{Cov}(u_i, x_t) = 0$; tidak ada hubungan antara error dengan x
5. $U_t \sim N(0, \sigma^2)$: u_t memiliki distribusi normal.

Jika errors hasil regresi memenuhi syarat 1 sampai 4 maka dapat dikatakan parameter yang diestimasi telah memiliki karakteristik BLUE (*best linear unbiased estimators*). Best; OLS estimator memiliki *minimum variance*, Linear; parameter yang diestimasi bersifat linear, Unbiased; nilai sesungguhnya dari parameter akan sama dengan nilai estimasinya. Karakteristik dari estimator yang bersifat BLUE adalah:

1. *Consistency*; kemungkinan nilai estimasi akan berbeda jauh dengan nilai parameter populasi akan mendekati nol apabila jumlah sampel ditambah.
2. *Unbiasedness*; secara rata-rata nilai estimasi akan mendekati nilai parameter populasi
3. *Efficiency*; tidak ada estimator lain yang memiliki varians lebih kecil

Dalam prakteknya, seringkali model regresi yang digunakan tidak dapat memenuhi semua asumsi di atas. Untuk asumsi $E(u_t) = 0$ biasanya terpenuhi pada model regresi yang memasukkan intercept. Jika tidak dimasukkan intercept pada persamaan regresi dan ternyata rata-rata error tidak sama dengan nol, maka konsekuensinya:

- 1) R^2 bisa negatif; rata-rata sampel bisa memberikan penjelasan lebih baik daripada variabel independent.
- 2) Akan terjadi bias yang cukup besar pada *slope* yang diestimasi.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menentukan model estimasi data panel terlebih dahulu kemudian dilakukan pengujian asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam regresi linier dengan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS) meliputi normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Walaupun demikian, tidak semua uji asumsi klasik harus dilakukan pada setiap model regresi linier dengan pendekatan OLS (Baltagi, 2005; Gujarati & Dawn, 2015). Uji asumsi klasik tidak selalu diperlukan dalam analisis data panel karena data panel dapat meminimalkan bias yang kemungkinan besar muncul dalam hasil analisis, memberi lebih banyak informasi, variasi, dan *degree of freedom* (Baltagi, 2005; Gujarati 2012). Keunggulan-keunggulan data panel menyebabkan data panel mampu mendeteksi dan mengukur dampak dengan lebih baik dimana hal ini tidak dapat dilakukan dengan metode *cross section* maupun *time series*. Data panel memungkinkan mempelajari lebih kompleks mengenai perilaku yang ada dalam model sehingga pengujian data panel tidak memerlukan uji asumsi klasik (Baltagi, 2005; Gujarati 1992). Pada penelitian ini uji asumsi klasik yang dilakukan adalah uji Multikolinieritas dan Autokorelasi, sedangkan uji normalitas dan uji heteroskedastisitas tidak dilakukan.

1. Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas merupakan salah satu masalah dalam analisis regresi dengan OLS, yang berarti terdapat korelasi atau hubungan yang sangat tinggi diantara variabel independen. Multikolinieritas hanya terjadi pada regresi majemuk, karena melibatkan beberapa variabel independen sehingga tidak terjadi pada regresi sederhana (Gujarati & Dawn, 2015). Apabila nilai korelasi kurang dari 0,8 maka variabel bebas tersebut tidak memiliki persoalan multikolinieritas, begitu juga sebaliknya.

Multikolinieritas merupakan situasi dimana terjadinya hubungan linier antar variabel independent. Di mana asumsi dalam regresi adalah tidak adanya korelasi antar variabel independen. Jika tidak ada hubungan antar variabel, maka dapat dikatakan orthogonal satu sama lainnya. Jika variabel tersebut orthogonal satu dengan lainnya, maka penambahan atau pengurangan variabel dari persamaan regresi tidak akan menyebabkan nilai koefisien variabel lainnya berubah. Konsekuensi dari adanya multikolinieritas adalah:

- 1) Jika terdapat multikolinieritas, parameter yang diestimasi akan bersifat BLUE tetapi estimator akan memiliki varians dan *standard error* yang besar sehingga uji hipotesis kurang akurat. Karena *standard error* yang besar

maka interval pengujian akan besar sehingga hipotesa nol akan sering ditolak.

- 2) T-test akan banyak yang tidak signifikan walaupun R^2 tinggi.
- 3) Estimator OLS akan sensitive terhadap perubahan kecil pada data.

Untuk Langkah-langkah pendeteksian asas multikolinieritas dapat dilakukan dengan beberapa cara:

- 1) Melihat apabila R^2 tinggi tetapi tidak ada atau sedikit t-stat yang signifikan.
- 2) Melakukan regresi antar satu variabel independent dengan variabel independent lainnya. Jika terdapat hasil regresi yang R^2 , maka ada kemungkinan multikolinieritas.

Bila ternyata terdapat multikolinieritas, Langkah remedial untuk memperbaikinya dapat dilakukan dengan:

- 1) rasio dan memasukkan rasio tersebut ke dalam model sebagai variabel penjelasnya. Hal ini juga tidak dapat dilakukan jika terdapat teori dasar yang menjadi landasan penyertaan variabel tersebut.
- 2) Menghilangkan salah satu variabel yang saling berkorelasi. Hal ini tidak dilakukan jika terdapat teori dasar yang menjadi landasan penyertaan variabel di dalam model. Dan juga hilangkan relevan terhadap proses perolehan variabel terikat di dalam model.
- 3) Membiarkan variabel yang berkorelasi, karena terkadang keberadaan multikolinieritas tidak menurunkan rasio T dari variabel yang mungkin signifikan tanpa adanya multikolinieritas. Menurut Blanchard (1976) multikolinieritas disebut juga *force majeure/God's will*.

2. Uji Autokorelasi

Pada asumsi ketiga, $Cov(u_i, u_j) = 0$, menyatakan bahwa kovarians antar error bernilai nol. Karena dalam penelitian yang menggunakan data *cross-section* dan *time series* seperti penelitian ini, eror antar observasi yang satu dengan lainnya tidak boleh saling berkorelasi. Adanya korelasi antar eror menyebabkan autokorelasi

(*autocorrelation*). Konsekuensi adanya autokorelasi sama dengan konsekuensi adanya heteroskedastisitas, yaitu:

- 1) Estimator yang dihasilkan tetap konsisten, tetapi tidak lagi efisien karena ada estimator lain yang memiliki varians lebih kecil daripada estimator yang memiliki error heteroskedastik.
- 2) *Standard error* yang dihitung dari OLS yang memiliki error heteroskedastik tidak lagi akurat. Hal ini menyebabkan inferensi (uji hipotesis) yang menggunakan standard error ini tidak akurat.

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam regresi linear ada korelasi antarkesalahan pengganggu (residual) pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada masalah autokorelasi (Ghozali & Ratmono, 2017). Uji Autokorelasi berkaitan dengan pengaruh observer atau data dalam satu variable yang saling berhubungan satu sama lain (Gani & Amalia, 2015). Besarnya nilai sebuah data dapat saja dipengaruhi atau berhubungan dengan data lainnya. Regresi secara klasik mensyaratkan bahwa variabel tidak boleh tergejala autokorelasi. Jika terjadi autokorelasi, maka model regresi menjadi buruk karena akan menghasilkan parameter yang tidak logis dan diluar akal sehat.

Cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah dengan menggunakan uji *Durbin-Watson* (uji-DW). Uji-DW menguji korelasi order pertama (antara error sekarang dengan error satu periode kebelakang). Hipotesis null-nya adalah tidak ada autokorelasi. *DW-table* dapat dicari dengan $T =$ Jumlah observasi, dan $k =$ jumlah variabel independent (tidak termasuk intercept). Pengujian autokorelasi pada penelitian ini menggunakan uji Durbin Watson. Pengambilan keputusan *rule of thumb*, yaitu jika skor DW berkisar 2,0 maka tidak terdapat masalah *autokorelasi* pada data penelitian yang digunakan. Adapun beberapa syarat yang harus dipenuhi untuk melakukan uji-DW:

- 1) Harus ada intersep pada persamaan regresi
- 2) Variabel independent harus bersifat *non-stochastic*
- 3) Tidak ada lagdari variabel dependen pada persamaan regresi

Pengujian DW dilakukan dengan hipotesis sebagai berikut:

$H_0 : \rho = 0$ (tidak terdapat autokorelasi)

$H_1 : \rho \neq 0$ (terdapat autokorelasi)

Nilai statistik DW kira-kira sama dengan $2(1-\rho)$. Karena ρ adalah autokorelasi, nilai ρ akan terletak di antara -1 dan 1 atau $-1 \leq \rho \leq 1$. Dengan mensubstitusikan Batasan ini terhadap nilai $0 \leq DW \leq 4$, maka dalam uji statistik Durbin Watson, implikasi dari nilai DW adalah:

- 1) $\rho = 0$, $DW = 2$. Artinya tidak ada autokorelasi di antara residual atau dengan kata lain hipotesis nol di tolak jika nilai DW mendekati 2.
- 2) $\rho = 1$, $DW = 0$. Artinya residual berkorelasi secara positif antar yang satu dengan yang lain. Atau terdapat *positive autocorrelation* dalam *error*
- 3) $\rho = -1$, $DW = 4$. Artinya residual berkorelasi secara negatif antar yang satu dengan yang lain. Atau terdapat *negative autocorrelation* dalam *error*.
- 4) Ada wilayah *inconclusive* ada tabel DW yang berarti hasil penghitungan tidak dapat menghasilkan keputusan ada atau tidaknya autokorelasi.

Jika terbukti terdapat autokorelasi, maka Langkah remedial atau untuk mengatasinya adalah dengan melakukan penyesuaian pada *standard error* untuk meningkatkan akurasi uji hipotesis yang dilakukan untuk parameter yang diestimasi. Untuk melakukan perubahan *standar error*, dapat digunakan aplikasiprogram Eviews uji residual, dengan *Correlogram Q-Stat*.

3. Uji Normalitas

Baltagi, (2005) dan Gujarati & Dawn, (2015) mengungkapkan bahwa uji Normalitas pada dasarnya bukan merupakan syarat BLUE (*Best Linier Unbias Estimator*) dan berdasarkan pada *central limit theorem* yang menyatakan bahwa data yang memiliki jumlah observasi lebih dari 30 sampel dianggap normal, hal tersebut karena uji normalitas diperuntukkan untuk data yang memiliki jumlah observasi kecil, sehingga data dengan jumlah observasi besar dianggap normal.

Sehingga uji normalitas hanya digunakan jika jumlah observasi adalah kurang dari 30, untuk mengetahui apakah *error term* mendekati distribusi normal. Jika jumlah observasi lebih dari 30, tidak perlu dilakukan uji normalitas. Sebab, distribusi *sampling error term* telah mendekati normal.

4. Uji Heteroskedastisitas

Pada asumsi kedua, $\text{Var}(u_t) = \sigma^2 < \infty$ variasi dari error diharapkan konstan untuk setiap observasi. Asumsi ini disebut juga *homoscedasticity*. Ketika variasi dari *error* tidak konstan maka kita akan menemui *heteroscedasticity* di dalam *error*. Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam suatu penelitian adalah:

- 1) Estimator yang dihasilkan tetap konsisten, tetapi tidak lagi efisien karena ada estimator lain yang memiliki varians lebih kecil daripada estimator yang memiliki error heteroskedastik.
- 2) *Standard error* yang dihitung dari OLS yang memiliki error heteroskedastik tidak lagi akurat. Hal ini menyebabkan inferensi (uji hipotesis) yang menggunakan *standard error* ini tidak akurat.

Cara mendeteksi terjadinya *heteroscedasticity* dapat dilakukan dengan metode informal maupun uji formal. Pengamatan informal dilakukan dengan metode grafis dengan cara mem-plot residual kuadrat dengan atau dengan mem-plot residual kuadrat dengan salah satu variabel independent. Pengamatan formal dapat dilakukan dengan menggunakan *white test*. Rumusan Hipotesa pada *white test* adalah:

- H_0 : tidak ada heteroskedastisitas
 H_1 : ada heteroskedastisitas

Nilai yang dibandingkan adalah antara nilai tabel dari *chi-square* dengan df sama dengan jumlah *regressors* (intercept dikeluarkan) dengan *sample size* (n) dikalikan R^2 dari *auxiliary regression*. Jika hasil penghitungan pada persamaan di atas melebihi nilai *chi-square* tabel maka kita menolak H_0 dan menyimpulkan bahwa ada heteroskedastisitas.

Proses remedial untuk heteroskedastisitas, yaitu untuk memperbaiki distribusi *error* yang *heteroscedasticity* yang dianggap terjadi. Pada *white test*, asumsi yang digunakan adalah variasi dari error atau residual mengikuti pola *regressors*, kuadrat dari *regressors* dan hasil perkalian dari *regressors*. Nyatanya masih ada beberapa

bentuk variasi eror yang mungkin terjadi tetapi tidak bisa diidentifikasi. Cara-cara yang dapat dilakukan untuk memperbaiki distribusi *error* yang *heteroscedastic* adalah, pertama, membagi keseluruhan model dengan pola heteroskedastisitas yang terjadi pada data set dan menerapkan *Weighted Least Square*. Kedua, dengan merubah *standard error* dari OLS dengan *White heteroscedasticity consistent coefficient variance*. Cara yang lain adalah dengan mengubah variabel menjadi log, karena ada kemungkinan variabilitas data akan membuat banyak *outliers* dan transformasi data diharapkan mampu memperkecil *range* data.

Pengujian heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heteroskedastisitas, yakni adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi data. Syarat yang harus terpenuhi dalam model regresi adalah tidak adanya masalah heteroskedastisitas. Data panel merupakan data gabungan antara data *time series* dan *cross section* namun lebih bersifat ke data *cross section*. Hal ini karena pada data panel periode waktunya berulang, berbeda dengan data *time series* yang periode waktunya tidak berulang, atau dengan kata lain, pada data panel *time series*-nya bukan *time series* murni. Karena data panel lebih bersifat ke data *cross section*, dimana pada data *cross section* masalah yang sering terjadi ialah adanya heteroskedastisitas, maka dalam penelitian ini uji Heteroskedastisitas perlu dilakukan.

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari suatu pengamatan ke pengamatan yang lain sama maka disebut homokedastisitas, dan jika varians berbeda maka disebut dengan heteroskedastisitas. Menurut Baltagi (2005), model regresi yang baik adalah model regresi yang memenuhi syarat tidak terjadinya heterokedastisitas. Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas yang terjadi pada data, dapat dilakukan dengan Uji Glesjer, yakni dengan meregresikan nilai absolut residualnya. Adapun hipotesis yang diuji adalah sebagai berikut:

H_0 : tidak terjadi heteroskedastisitas pada sebaran data

H_1 : terjadi heteroskedastisitas pada sebaran data

Dalam melakukan uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser, terdapat dasar pengambilan keputusan yang perlu diperhatikan. Jika nilai signifikansi (Sig.) lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi. Sebaliknya, jika nilai signifikansi (Sig.) lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi.

3.8 Uji Statistik F (Keandalan Model)

Uji keterandalan model atau uji kelayakan model disebut sebagai uji F (ada juga yang menyebutnya sebagai uji simultan model) merupakan tahapan awal mengidentifikasi model regresi yang diestimasi layak atau tidak. Definisi layak yang dimaksud adalah model yang diestimasi layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Keputusan yang dapat diambil dari uji ini adalah dengan kriteria sebagai berikut:

- (1). Apabila nilai *prob. F_{hitung}* lebih kecil dari tingkat kesalahan (α) 0,05 (yang telah ditentukan) berarti model regresi yang diestimasi layak.
- (2). Apabila nilai *prob. F_{hitung}* lebih besar dari tingkat kesalahan 0,05 maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi tidak layak (Gujarati & Dawn, 2015).

3.9 Uji Statistik t

Uji t difokuskan pada parameter slope (*koefisien regresi*). Uji t yang dimaksud adalah uji koefisien regresi. Keputusan yang dapat diambil dari uji t ini adalah sebagai berikut:

- (1) Apabila nilai *prob. t_{hitung}* lebih besar dari tingkat kesalahan (α) 0,10 maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya.
- (2) Apabila nilai *prob. t_{hitung}* kurang dari tingkat kesalahan (α) 0,10 maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya.

BAB V

SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Bab ini menyajikan atau mengungkapkan kesimpulan, saran, pengungkapan keterbatasan penelitian serta kemungkinan yang masih terbuka untuk mengembangkan penelitian di masa datang.

5.1 Simpulan

Pengujian hipotesis dalam penelitian terkait waktu pergantian CEO terdapat beberapa temuan yang dapat disimpulkan dari penelitian ini antara lain:

1. Penelitian ini menunjukkan bahwa waktu penggantian CEO memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan, mendukung teori *Upper Echelons* dan *Big Bath*. Menurut penelitian, CEO memegang peranan penting sebagai pembuat keputusan strategis utama dalam organisasi, di mana keputusan mereka memiliki dampak langsung terhadap hasil atau 'outcomes' organisasi. Proses pergantian CEO bisa memicu perubahan dalam integrasi strategi dan tujuan perusahaan. CEO pendahulu, yang telah memiliki waktu dan pengetahuan yang luas, umumnya telah mengembangkan rutinitas internal perusahaan yang terintegrasi dengan baik. Sementara itu, CEO yang baru diangkat cenderung membawa arah strategis yang jelas dan rutinitas yang stabil, yang dapat meningkatkan fungsi dan integrasi organisasi terhadap strategi perusahaan. Hal ini, pada gilirannya, berdampak positif pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan.
2. Waktu penggantian CEO tampaknya tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja pasar individual. Hal ini menunjukkan bahwa momen pergantian CEO tidak menyediakan informasi penting yang bisa mempengaruhi keputusan investasi para pelaku pasar modal. Dengan kata lain, perubahan kepemimpinan di level eksekutif tertinggi tidak selalu dianggap sebagai faktor kritis yang mempengaruhi kinerja pasar individual. Salah satu penyebabnya adalah keterlambatan para pelaku pasar modal dalam menerima informasi tentang pergantian CEO. Informasi ini biasanya baru diketahui setelah perusahaan menerbitkan

laporan keuangan atau laporan tahunan, yang umumnya dilaporkan paling lambat pada kuartal pertama tahun berikutnya. Selain itu, pelaku pasar modal dapat mencari informasi ini melalui website resmi perusahaan. Namun, waktu publikasi yang terlambat ini membuat informasi tentang pergantian CEO kurang relevan dalam pengambilan keputusan investasi saat itu.

3. Pengangkatan CEO dari luar perusahaan seringkali tidak memiliki dampak langsung terhadap kinerja keuangan perusahaan. Alasan utamanya adalah bahwa CEO eksternal ini tidak mempunyai keterampilan khusus yang telah disesuaikan dengan kebutuhan spesifik perusahaan tersebut. Akibatnya, mereka memerlukan periode adaptasi untuk mengintegrasikan diri dan membiasakan diri dengan lingkungan organisasi baru. Proses integrasi ini seringkali memakan waktu, dan selama periode adaptasi ini, CEO mungkin belum dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Kurangnya pemahaman mendalam tentang budaya perusahaan, struktur internal, dan dinamika pasar yang spesifik bagi perusahaan sering kali menjadi tantangan bagi CEO eksternal. Dalam jangka pendek, hal ini dapat menyebabkan kurangnya efektivitas dalam pengambilan keputusan strategis, yang pada gilirannya mungkin tidak memberikan perubahan yang signifikan atau perbaikan pada kinerja keuangan perusahaan.
4. Pengangkatan CEO dari luar perusahaan tampaknya tidak memberikan dampak signifikan terhadap kinerja pasar individual. Dalam banyak kasus, investor tidak melihat pengumuman pergantian CEO dengan pengganti dari luar sebagai informasi yang relevan, yang berarti mereka cenderung tidak bereaksi secara signifikan dalam perdagangan saham terkait. Alasan di balik hal ini mungkin karena pelaku pasar modal memandang bahwa CEO eksternal membutuhkan waktu untuk memahami dan mengintegrasikan strategi mereka dengan operasi dan budaya perusahaan. Oleh karena itu, perubahan kepemimpinan seperti ini tidak langsung dianggap sebagai faktor yang dapat mempengaruhi kinerja pasar perusahaan secara langsung atau instan. Akibatnya, pengangkatan CEO

dari luar perusahaan sering kali tidak menghasilkan perubahan yang cepat atau signifikan dalam kinerja pasar saham perusahaan tersebut.

5. Jumlah anggota Dewan Direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini menandakan bahwa ukuran dewan direksi, baik besar maupun kecil, tidak secara otomatis menjamin efektivitas dalam menjalankan tanggung jawab dan mengelola perusahaan. Faktanya, dewan direksi yang terlalu besar bisa mengalami hambatan dalam komunikasi dan koordinasi, mengakibatkan kesulitan dalam pengawasan dan kontrol terhadap tindakan manajemen. Selain itu, semakin banyak jumlah anggota dewan direksi, semakin kompleks proses pengambilan keputusan, yang dapat menyebabkan penundaan dan kurangnya responsivitas terhadap isu strategis. Oleh karena itu, bukan jumlah anggota dewan yang paling penting, melainkan kualitas dan efektivitas kerja mereka dalam memberikan arahan strategis dan pengawasan kepada manajemen perusahaan.
6. Jumlah Dewan Direksi tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap kinerja pasar individual. Diperkirakan bahwa hal ini berkaitan dengan tingkat asimetri informasi yang tinggi antara manajer dan investor, yang berpotensi meningkatkan biaya keagenan (*agency cost*). Asimetri informasi terjadi ketika manajer memiliki akses terhadap informasi mengenai prospek perusahaan yang tidak tersedia bagi pihak luar, termasuk investor. Manajer seringkali lebih memahami informasi internal dan prospek jangka panjang perusahaan dibandingkan pemegang saham dan stakeholder lainnya. Kondisi ini membuat jumlah anggota dewan direksi kurang relevan bagi investor dalam proses pengambilan keputusan investasi mereka. Oleh karena itu, perubahan atau variasi dalam jumlah dewan direksi tidak dianggap sebagai faktor penting yang mempengaruhi kinerja pasar individual suatu perusahaan.
7. Latar Belakang Pendidikan CEO ternyata tidak memiliki peran penting dalam memperkuat hubungan antara pergantian CEO dengan kinerja keuangan perusahaan dan kinerja pasar individual. Hal ini dapat dijelaskan dengan fakta bahwa pendidikan lebih berfokus pada pengembangan hard

skills, sementara untuk menjalankan bisnis secara efektif, soft skills menjadi lebih esensial. Meskipun pendidikan yang diperoleh CEO bisa membantu dalam pengambilan keputusan strategis, namun kepemimpinan yang efektif dalam perusahaan membutuhkan lebih dari itu. Seorang CEO harus memiliki keterampilan interpersonal yang baik, kemampuan manajemen yang efektif, dan dapat memotivasi timnya. Kepemimpinan yang berhasil tidak hanya melibatkan kemampuan analitis, tetapi juga keterampilan sosial dan interpersonal, termasuk kemampuan membangun hubungan kerja yang baik, memotivasi karyawan, dan berkomunikasi secara efektif. Selain itu, keterampilan kepemimpinan bisa diasah dan diperkuat melalui pengalaman kerja dan pembelajaran terus-menerus. Dengan demikian, pengalaman kerja dan peluang untuk belajar dari pengalaman sering kali menjadi faktor yang lebih signifikan dalam membentuk keterampilan kepemimpinan dibandingkan dengan latar belakang pendidikan.

8. Latar belakang pendidikan seorang CEO tidak terbukti memperkuat hubungan antara waktu pergantian CEO dengan kinerja pasar individual. Latar belakang pendidikan yang beragam di antara tenaga kerja tidak secara efektif memberikan sinyal yang jelas kepada investor tentang potensi kinerja pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa latar belakang pendidikan CEO tidak dianggap sebagai informasi penting oleh investor dalam menilai kinerja pasar individual. Dengan kata lain, latar belakang pendidikan CEO tidak memperkuat hubungan antara perubahan kepemimpinan dan kinerja pasar. Faktor ini dapat dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi antara investor dan agen perusahaan. Asimetri informasi ini berkaitan dengan ketidaksetaraan dalam akses informasi antara manajemen perusahaan (*agen*) dan pemegang saham atau investor (*prinsipal*), di mana manajemen memiliki informasi lebih mendetail tentang kondisi internal perusahaan yang tidak sepenuhnya tersedia bagi investor. Oleh karena itu, investor mungkin tidak mempertimbangkan latar belakang pendidikan CEO sebagai faktor utama dalam keputusan investasi mereka.

5.2 Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya meneliti perusahaan yang melakukan pergantian CEO dan memiliki data lengkap sejak tahun 2011-2020. Ketidak lengkapan data dikarenakan beberapa faktor seperti perusahaan baru *listed* ataupun perusahaan *delisted* pada periode penelitian.
2. Faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan dan kinerja pasar individual dalam penelitian ini hanya fokus pada waktu penggantian CEO dan latar belakang CEO, sedangkan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan dan kinerja pasar individual seperti keputusan investasi dan struktur kepemilikan perusahaan.
3. Penelitian ini meneliti kinerja pasar individual dengan proksi *return* saham dari periode tahun buku saat CEO berganti bukan pada saat laporan audit di publikasikan ke publik pada periode Q1 tahun berikutnya.
4. Penelitian ini berfokus pada data historis masa lampau yang di publikasikan pada Laporan tahunan, mungkin dapat dikembangkan oleh penelitian selanjutnya dengan melihat data lain yang ada di publik, seperti isu-isu signifikan terkait industrinya.
5. Dalam penelitian ini, walaupun hanya tahun-tahun yang mengalami pergantian yang diteliti dan identifikasi pergantian terjadi pada kuartal Q1-Q4, angka 0 sebagai representasi tahun yang tidak mengalami pergantian tetap dimasukkan dalam tabulasi data. Hal ini dilakukan sebagai kelengkapan dalam pengolahan data selama 10 tahun.

5.3 Saran

1. Hasil penelitian ini secara umum menunjukkan adanya pengaruh positif yang signifikan dari waktu pergantian CEO terhadap kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan temuan ini, disarankan agar perusahaan mempertimbangkan pemilihan waktu yang strategis dalam melakukan pergantian CEO. Khususnya, pergantian yang dilakukan pada periode kuartal pertama (Q1) dan kuartal kedua (Q2) cenderung lebih menguntungkan dibandingkan dengan pergantian pada kuartal ketiga (Q3) atau kuartal keempat (Q4). Hal ini disebabkan oleh pengaruh waktu

pergantian yang dapat berdampak langsung terhadap peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Dengan memilih waktu pergantian CEO yang optimal, perusahaan dapat berpotensi meningkatkan efisiensi operasional serta kinerja finansialnya.

2. Untuk penelitian mendatang, disarankan agar peneliti mempertimbangkan penggunaan variabel lain yang berpotensi mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, seperti pengalaman CEO. Penelitian ini dapat diperluas dengan menganalisis bagaimana latar belakang dan pengalaman CEO mempengaruhi keputusan strategis dan kinerja perusahaan. Selanjutnya, akan bermanfaat untuk mengkaji lebih lanjut tentang hubungan antara waktu pergantian CEO dan praktik manajemen laba. Dalam konteks ini, teori *Big Bath* dapat dijadikan fokus utama untuk memahami apakah terdapat tren dalam praktik manajemen laba yang berkaitan dengan pergantian kepemimpinan. Penelitian ini tidak hanya akan memberikan wawasan baru mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan, tetapi juga berkontribusi pada pemahaman yang lebih mendalam tentang dinamika internal dalam manajemen perusahaan..

5.4 Kontribusi Penelitian

1. Bagi Konseptual
 - a. Penelitian ini menyajikan bukti empiris yang mendukung bahwa waktu pergantian CEO memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa pemilihan waktu yang tepat dalam proses pergantian CEO tidak hanya penting secara strategis, tetapi juga dapat secara langsung meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Hal ini menekankan perlunya mempertimbangkan faktor waktu dalam proses pengambilan keputusan manajerial, terutama dalam konteks pergantian kepemimpinan. Dengan demikian, pemilihan momen yang strategis untuk pergantian kepemimpinan dapat dianggap sebagai langkah vital dalam meningkatkan kinerja keuangan dan efisiensi operasional perusahaan.

- b. Temuan penelitian ini menyediakan bukti yang menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan, yang dapat dipengaruhi oleh tindakan dan keputusan akuntansi yang diambil oleh CEO, berada di bawah kontrol langsung kepemimpinan eksekutif. Sebaliknya, kinerja pasar individual suatu perusahaan tidak dapat dikendalikan secara langsung oleh CEO, karena kinerja ini sangat tergantung pada bagaimana pasar merespons informasi yang berkaitan dengan perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara aspek kinerja yang dapat dikontrol oleh manajemen eksekutif dan faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi persepsi pasar. Oleh karena itu, penelitian ini memberikan wawasan penting mengenai ruang lingkup pengaruh dan batasan kekuasaan yang dimiliki oleh CEO dalam mengarahkan kinerja perusahaan.

2. Bagi Pengambil Kebijakan

Bagi pembuat kebijakan, hasil dari penelitian ini memberikan informasi penting bahwa waktu pergantian CEO dapat berdampak signifikan terhadap kinerja keuangan yang dilaporkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, sangat penting untuk mempertimbangkan timing pergantian CEO, terutama terkait dengan potensi tindakan yang mungkin diambil oleh manajemen setelah pergantian tersebut. Tindakan-tindakan ini dapat termasuk keputusan strategis atau perubahan dalam praktik pelaporan keuangan, yang secara langsung bisa berpengaruh terhadap informasi yang disampaikan kepada publik. Kesadaran akan potensi dampak ini harus diintegrasikan dalam proses pengambilan keputusan saat merencanakan pergantian kepemimpinan, untuk memastikan bahwa transisi kepemimpinan tidak hanya lancar tetapi juga mempertahankan atau meningkatkan integritas pelaporan keuangan perusahaan.

5.5 Pengembangan Penelitian di Masa Depan

- a. Desain penelitian ini difokuskan pada analisis pengaruh waktu pergantian CEO terhadap dua aspek utama: kinerja keuangan perusahaan dan kinerja pasar individual. Namun, penting untuk dicatat bahwa penelitian ini tidak mengkaji secara mendalam tentang alasan atau motivasi di balik pergantian

CEO. Keterbatasan ini membuka peluang bagi penelitian masa depan untuk mengeksplorasi lebih lanjut faktor-faktor yang mendorong pergantian kepemimpinan di perusahaan. Investigasi terhadap penyebab pergantian CEO dapat memberikan wawasan tambahan mengenai dinamika internal perusahaan yang mempengaruhi keputusan pergantian kepemimpinan, serta dampaknya terhadap strategi dan kinerja perusahaan secara keseluruhan.

- b. Selain fokus pada waktu pergantian CEO, penelitian ini juga mempertimbangkan faktor lain seperti jumlah anggota dewan direksi, latar belakang pendidikan CEO, serta asal-usul CEO, apakah mereka berasal dari dalam atau luar perusahaan. Namun, untuk memperluas cakupan penelitian di masa depan, disarankan agar peneliti mendatang mempertimbangkan variabel tambahan, seperti pengalaman kerja CEO. Pengalaman ini dapat mencakup durasi kerja, bidang industri yang pernah dijalani, serta peran kepemimpinan yang telah dipegang sebelumnya. Analisis terhadap hubungan antara pengalaman kerja CEO dan efektivitas pergantian kepemimpinan dapat memberikan wawasan yang lebih mendalam mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan transisi kepemimpinan serta dampaknya terhadap kinerja perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403–1432.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217–250. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>
- Allen, M. P., Panian, S. K., & Lotz, R. E. (1979). Managerial Succession and Organizational Performance: A Recalcitrant Problem Revisited. *Administrative Science Quarterly*, 24(2), 167. <https://doi.org/10.2307/2392492>
- Amba, S. M. (2013). Does CEO duality enhance firms business performance? Empirical evidence from Bahrain. In *International Journal of Business and Social Science*. http://www.ijbssnet.com/journals/Vol_4_No_6_June_2013/11.pdf
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding- family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1540-6261.00567>
- Andersson, F., & Lilja, F. (2013). *Earnings Management in times of CEO turnover: A quantitative study with the attributes–Industry, Company Size, CEO Origin, and CEO Age on the Swedish market*. <http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:632400>
- Baiman, s. (1982). Agency theory in managerial accounting: A survey. *Journal of Accounting Literature*.
- Ballinger, G. A., & Marcel, J. J. (2010). The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31(3), 262–283.
- Baltagi BH. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, Ed.3, John Wiley & Sons, Ltd., England.
- Banerjee, S., Humphery-Jenner, M., & Nanda, V. (2014). *Restraining overconfident CEOs through improved governance: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act*. 66.
- Bayrakdaroglu, A., Ersoy, E., & Citak, L. (2012). Is there a relationship between corporate governance and value- based financial performance measures? A study of turkey as an emerging market. *Asia- Pacific Journal of Financial Studies*, 41(2), 224-239.

- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects. *Strategic Management Journal*.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.4250080402>
- Beidleman, C. R. (1973). Income Smoothing: The Role of Management. *The Accounting Review*, 48(4), 653–667. JSTOR.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Gonzalez, F. P., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647–691.
<https://doi.org/10.1162/qjec.122.2.647>
- Bernard, H. R., & Bernard, H. R. (2013). *Social research methods: Qualitative and quantitative approaches*. Sage.
- Bernard, Y. (2018). The Effect of CEOs' Turnover on the Corporate Sustainability Performance of French Firms. In *Journal of Business Ethics* (Vol. 150, Issue 4, pp. 1049–1069). <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3178-7>
- Boeker, W. (1992). Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top. *Administrative Science Quarterly*, 37(3), 400.
<https://doi.org/10.2307/2393450>
- Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. M. (2003). CEO Turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking & Finance*, 27(6), 1027–1051. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00244-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00244-3)
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family Firms. *The Journal of Finance*, 58(5), 2167–2201. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>
- Cao, X., Lemmon, M., Pan, X., Qian, M., & ... (2019). Political promotion, CEO incentives, and the relationship between pay and performance. *Management ...* <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.2017.2966>
- Cheng, Q., & Farber, D. B. (2008). Earnings restatements, changes in CEO compensation, and firm performance. *The Accounting Review*.
<http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2008.83.5.1217>
- Choi, J. S., Kwak, Y. M., & Choe, C. (2014). Earnings Management Surrounding CEO Turnover: Evidence from Korea. *Abacus*.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/abac.12021>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>

- Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50.
- Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410185900278>
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., & Johnson, J. L. (1999). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 20(5), 491-508.
- Defond, M. L., & Hung, M. (2004). Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269–312. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.00138.x>
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029–1057. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04049.x>
- Denis, J.-L., Langley, A., & Pineault, M. (2000). Becoming A Leader In A Complex Organization. *Journal of Management Studies*, 37(8), 1063–1100. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00217>
- Dragotă, I.-M., Curmei-Semenescu, A., & Moscu, R. (2020). CEO Diversity, Political Influences, and CEO Turnover in Unstable Environments: The Romanian Case. *Journal of Risk and Financial Management*, 1–22.
- Economywatch. (2010). *Stock Market Returns*.
<https://www.economywatch.com/stock-markets-in-world/returns.html>
- Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2003). CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics*.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410103000545>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <https://doi.org/10.1086/260866>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2,), 301–325.
- Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. (2003). Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and*

Economics.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410103000533>

- Felps, W., Mitchell, T. R., Hekman, D. R., Lee, T. W., Holtom, B. C., & Harman, W. S. (2009). Turnover Contagion: How Coworkers' Job Embeddedness and Job Search Behaviors Influence Quitting. *Academy of Management Journal*, 52(3), 545–561. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.41331075>
- Fondas, N., & Wiersema, M. (1997). Changing of the Guard: The Influence of CEO Socialization on Strategic Change. *Journal of Management Studies*, 34(4), 561–584. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00063>
- Friedman, S., & Saul, katherine. (1991). Organization member reactions to CEO succession. *Journal of Management*, 7, 619–642.
- Furtado, E. P. H., & Rozeff, M. S. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics*, 18(1), 147–160. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90065-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90065-1)
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241–250.
- Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2006). Does a better education make for better managers? An empirical examination of CEO educational quality and firm performance. *An Empirical Examination of CEO Educational Quality and Firm Performance (April 21, 2006)*.
- Graham, J., & Harvey, C. (2002). How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 8–23.
- Greiner, L., Cummings, T., & Bhambri, A. (2003). When new CEOs succeed and fail: 4-D theory of strategic transformation. In *Organizational Dynamics*. ece.ubc.ca. [http://www.ece.ubc.ca/tonyt/tmp/whitman/Greiner%20et%20al.%20\(2003\)%20-%20When%20New%20CEOs%20Succeed%20and%20File%20-%204-D%20Theory%20of%20Strategic%20Transformation.pdf](http://www.ece.ubc.ca/tonyt/tmp/whitman/Greiner%20et%20al.%20(2003)%20-%20When%20New%20CEOs%20Succeed%20and%20File%20-%204-D%20Theory%20of%20Strategic%20Transformation.pdf)
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2010). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 53(6), 1393-1412.
- Grossman, W., & Hoskisson, R. E. (1998). CEO pay at the crossroads of Wall Street and Main: Toward the strategic design of executive compensation. *Academy of Management* <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/ame.1998.254977>

- Gujarati, D., & Dawn, C. (n.d.). Porter.(2015). *Basic Econometrics (4th Ed.)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[^]. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206.
- Hausman, D. M. (2007). *The Philosophy of Economics An Anthology* (Third Edition). Cambridge University.
- Haveman, H. A., Russo, M. V., & Meyer, A. D. (2001). Organizational Environments in Flux: The Impact of Regulatory Punctuations on Organizational Domains, CEO Succession, and Performance. *Organization Science*, 12(3), 253–273. <https://doi.org/10.1287/orsc.12.3.253.10104>
- Hertina, D., & Hidayat, M. B. H. (2019). Financial Performance and Systemic Risk Effect on Stock Return: Case Study on Oil and Gas Companies Listed in IDX Year 2011-2016. *Global Business and Management Research*, 1.
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04000510>
- Ibarra, H. (2002). How to stay stuck in the wrong career. *Harvard Business Review*, 80(12), 40-7.
- Jarva, H., Kallunki, J. P., & Livne, G. (2019). Earnings performance measures and CEO turnover: Street versus GAAP earnings. *Journal of Corporate Finance*. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S092911991830169X>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. In K. Brunner (Ed.), *Economics Social Institutions: Insights from the Conferences on Analysis & Ideology* (pp. 163–231). Springer Netherlands. https://doi.org/10.1007/978-94-009-9257-3_8
- Jiraporn, P., Singh, M., & Lee, C. I. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 819–828. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.09.020>
- Johl, S. K., Kaur, S., & Cooper, B. J. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), 239–243.
- Joo, S., Nixon, D., & Stoeberl, P. A. (2011). Benchmarking with data envelopment analysis: A return on asset perspective. *Benchmarking: An International Journal*, 18(4), 529–542. <https://doi.org/10.1108/146357711111147623>

- Kammeyer-Mueller, J. D., Wanberg, C. R., Glomb, T. M., & Ahlburg, D. (2005). The Role of Temporal Shifts in Turnover Processes: It's About Time. *Journal of Applied Psychology*, 90(4), 644–658. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.90.4.644>
- Kesner, I. F., & Dalton, D. R. (1994). Top Management Turnover And Ceo Succession: An Investigation Of The Effects Of Turnover On Performance. *Journal of Management Studies*, 31(5), 701–713. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1994.tb00635.x>
- Kesner, I. F., & Sehora, T. C. (1994). Executive succession: Past, present, and future. *Journal of Management*, 20(2), 327-372.
- Kim, Y., Jeong, S. S., Yiu, D. W., & Moon, J. (2020). Frequent CEO Turnover and Firm Performance: The Resilience Effect of Workforce Diversity. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04534-0>
- King, T., Srivastav, A., & Williams, J. (2016). What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance*. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119916000043>
- Kotur, B. R., & Anbazhagan, S. (2014). Education and work-experience-influence on the performance. *IOSR Journal of Business and Management*, 16(5), 104–110.
- Krug, J. A., & Nigh, D. (2001). Executive perceptions in foreign and domestic acquisitions: An analysis of foreign ownership and its effect on executive fate. *Journal of World Business*, 36(1), 85–105. [https://doi.org/10.1016/S1090-9516\(00\)00055-9](https://doi.org/10.1016/S1090-9516(00)00055-9)
- Kuppens, T., Easterbrook, M. J., Spears, R., & Manstead, A. S. R. (2015). Life at Both Ends of the Ladder: Education-Based Identification and Its Association With Well-Being and Social Attitudes. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 41(9), 1260–1275. <https://doi.org/10.1177/0146167215594122>
- Lausten, M. (2002). CEO Turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), 391–414. [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(00\)00083-7](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(00)00083-7)
- Lehn, K. M., & Zhao, M. (2006). CEO Turnover After Acquisitions: Are Bad Bidders Fired? *The Journal of Finance*, 61(4), 1759–1811.
- Liana, L. (2009). *Penggunaan MRA dengan Spss untuk Menguji Pengaruh Variabel Moderating terhadap Hubungan antara Variabel Independen dan Variabel Dependen*. 8.

- Lindrianasari, & Hartono, J. (2012). Antecedent and Consequence Factors of CEO Turnover in Indonesia. *Management Research Review*, 35(3/4), 206–224. <https://doi.org/10.1108/01409171211210127>
- Lindrianasari, L., Nurdiono, N., & Ivana, E. (2011). Accounting Performance As An Antecedent Factor Of Chief Executive Officer Turnover In Indonesia. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 26(2), Article 2. <https://doi.org/10.22146/jieb.6274>
- Mackey, A. (2008). The effect of CEOs on firm performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1357–1367. <https://doi.org/10.1002/smj.708>
- Majumdar, S. K. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12, 231–241.
- Marks, M. A., Mathieu, J. E., & Zaccaro, S. I. (2001). A TEMPORALLY BASED FRAMEWORK AND TAXONOMY OF TEAM PROCESSES. *Academy of Management Review*, 22.
- Maulana, R. (2020). *KAI, Jonan, dan Teladan Kepemimpinan*. <https://entrepreneur.bisnis.com/read/20200424/52/1232147/kai-jonan-dan-teladan-kepemimpinan>
- McGee, J. E., Dowling, M. J., & Megginson, W. L. (1995). Cooperative strategy and new venture performance: The role of business strategy and management experience. *Strategic Management Journal*, 16(7), 565–580. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160706>
- Miller, D. (1991). Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment. *Management Science*, 37(1), 34–52. <https://doi.org/10.1287/mnsc.37.1.34>
- Miller, D. J. (1995). CEO salary increases may be rational after all: Referents and contracts in CEO pay. *Academy of Management Journal*. <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/256861>
- Minichilli, A., Corbetta, G., & MacMillan, I. C. (2010). Top Management Teams in Family-Controlled Companies: ‘Familianness’, ‘Faultlines’, and Their Impact on Financial Performance. *Journal of Management Studies*, 47(2), 205–222. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00888.x>
- Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1–3), 273–315. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90014-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90014-7)
- Novitasari, P. M., Suranta, S., & Setiawan, D. (2016). Pergantian Chief Executive Officer (Ceo) Dan Kinerja Akuntansi (Studi Empiris Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Listing Di Bei Tahun 2001-2012). *Jurnal Akuntansi*, 3(2). <https://doi.org/10.24964/ja.v3i2.47>

- Ntim, C. G., & Soobaroyen, T. (2013). Black Economic Empowerment Disclosures by South African Listed Corporations: The Influence of Ownership and Board Characteristics. *Journal of Business Ethics*, 116(1), 121–138. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1446-8>
- Nyberg, A. J., & Ployhart, R. E. (2013). Context-Emergent Turnover (CET) Theory: A Theory of Collective Turnover. *Academy of Management Review*, 38(1), 109–131. <https://doi.org/10.5465/amr.2011.0201>
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Permatasari, I., Komalasari, A., & Septiyanti, R. (2019). The Effect of Independent Commissioners, Audit Committees, Financial Distress, And Company Sizes on Integrity of Financial Statements. *International Journal for Innovation Education and Research*, 7(12), 744–750.
- Pfeffer, J. (2015). Leadership development and the tyranny of competence. *Harvard Business Review*, 93(6), hlm. 102-110.)
- Pharamitha, D., & Bahtiar, A. (2012). Kinerja Akuntansi Dan Kinerja Pasar Sebagai Anteseden Dan Konsekuensi Pergantian Ceo. *JAAI*, 16(1), 79–90.
- Ponnu, C. H. (2008). Corporate governance structures and the performance of Malaysian public listed companies. *International Review of Business Research Papers*, 4(2), 217–230.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1–3), 317–336. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90015-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90015-8)
- Prastowo, D. (2011). *Analisis Laporan Keuangan Konsep dan Aplikasi (Ke-3)*. Unit Penerbit dan Percetakan sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- PwC. (2016). *CEO Turnover at a Record High Globally, With More Companies Planning for New Chiefs from Outside the Company*. GlobeNewswire News Room. <http://www.globenewswire.com/news-release/2016/04/18/829945/0/en/CEO-Turnover-at-a-Record-High-Globally-With-More-Companies-Planning-for-New-Chiefs-from-Outside-the-Company.html>
- Raheja, C. G. (2004). Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.522542>
- Reger, R. K. (1997). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*.

- Salancik, G. R. (1980). Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations[^]. *Academy of Management Journal*, 13.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Samuelson, B. A., Galbraith, C. S., & ... (1985). Organizational performance and top-management turnover. *Organization* <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/017084068500600304>
- Schepker, D. J., Kim, Y., Patel, P. C., Thatcher, S. M. B., & ... (2017). CEO succession, strategic change, and post-succession performance: A meta-analysis. *The Leadership* <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1048984317301984>
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory* (Seventh). Pearson.
- Sekaran, U. (2016). *Research Methods For Business: A Skill Building Approach*. John Wiley & Sons.
- Setiawan, D. (2007). *Variabilitas Return Saham Di Sekitar Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer*. 17.
- Shen, W., & Cannella Jr, A. A. (2002). Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession. *Academy of Management Journal*, 45(6), 1195–1206.
- Shen, W., & Chao, T. (2005). *Exploring involuntary executive turn- over through a managerial discretion framework*. 30, 843–854.
- Srivastav, A., Keasey, K., Mollah, S., & Vallascas, F. (2017). CEO Turnover in large banks: Does tail risk matter? *Journal of Accounting and Economics*, 64(1), 37–55. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.05.001>
- Suk, I., Lee, S., & Kross, W. (2020). CEO Turnover and Accounting Earnings: The Role of Earnings Persistence. *Management Science*, mns.2019.3559. <https://doi.org/10.1287/mns.2019.3559>
- Summers, J. K., Humphrey, S. E., & Ferris, G. R. (2012). Team Member Change, Flux in Coordination, and Performance: Effects of Strategic Core Roles, Information Transfer, and Cognitive Ability. *Academy of Management Journal*, 55(2), 314–338. <https://doi.org/10.5465/amj.2010.0175>
- Trisnantari, A. N. (2012). *Pengaruh Corporate Governance Pada Hubungan Pergantian Chief Executive Officer Dengan Kinerja Perusahaan*. 22.
- Upadhyay, A. D., Bhargava, R., & Faircloth, S. D. (2014). Board structure and role of monitoring committees. *Journal of Business Research*, 67(7), 1486–1492.

- Vafeas, N. (1999). The Nature of Board Nominating Committees and Their Role in Corporate Governance. *Journal of Business Finance*, 26(1–2), 199–225. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00253>
- Valls, V., González-Romá, V., & Tomás, I. (2016). Linking educational diversity and team performance: Team communication quality and innovation team climate matter. *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 89(4), 751–771. <https://doi.org/10.1111/joop.12152>
- Wallace, R. S. O. (1997). African Labour Systems, Maintenance Accounting And Agency Theory: Some Fundamental Questions. *Critical Perspectives on Accounting*, 8(4), 393–407. <https://doi.org/10.1006/cpac.1997.0122>
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90054-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90054-2)
- Weisbach, M. S. (1988). Outside Directors And CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Widarjono, A. (2017). *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan Eviews (Empat)*. UPP STIM YKPN.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1993). Top management team turnover as an adaptation mechanism: The role of the environment. *Strategic Management Journal*. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.4250140702>
- Wu, S., Quan, X., & Xu, L. (2011). CEO power, disclosure quality and the variability of firm performance. *Nankai Business Review International*. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/20408741111113510/full/html>
- Yawson, A. (2006). Evaluating the Characteristics of Corporate Boards Associated with Layoff Decisions. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 75–84. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00488.x>
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- Ying, C. H., & Mei, Y. C. (2014). CEO Education and Firm Performance: Evidence from Hong Kong. *Kong Baptist University, Hong*.
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2004). When the known devil is better than an unknown god: An empirical study of the antecedents and consequences of relay CEO successions. *Academy of Management Journal*. <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/20159598>