

PERBEDAAN KINERJA DAN NILAI PERUSAHAAN SEBELUM DAN SETELAH PERGANTIAN *CHIEF EXECUTIVE OFFICER*

I Ketut Prasantia Noor¹
Ida Bagus Putra Astika²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: k_prasantia@yahoo.com / telp: +6281 238 317 767

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui perbedaan kinerja keuangan sebelum dan setelah pergantian CEO dan nilai pasar sebelum dan setelah pergantian CEO. Penelitian ini dilakukan di perusahaan manufaktur yang melakukan pergantian CEO dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 30 perusahaan dengan menggunakan *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan adalah uji beda. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa terdapat perbedaan kinerja dan nilai perusahaan sebelum dan setelah pergantian CEO. Hal ini artinya, CEO yang baru melakukan *income decreasing*, bahkan *big bath* pada tahun pertama ia menjabat. Kinerja yang buruk dilimpahkan kepada CEO yang lama dengan memperkecil laba pada awal CEO yang baru menjabat. Dengan penurunan laba tersebut tentunya akan memperbesar kemungkinan memperoleh laba yang lebih tinggi pada periode berikutnya.

Kata Kunci: CEO, kinerja perusahaan, nilai perusahaan

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine differences in financial performance before and after the turn of the CEO and the market value before and after the change of CEO. This research was conducted in a manufacturing company doing CEO turnover and listed in Indonesia Stock Exchange 2010-2014. The number of samples in this study were 30 companies using purposive sampling. Data analysis technique used is a different test. Based on the analysis found that there are differences in the performance and the value of the company before and after the change of CEO. This means, the new CEO did income decreasing, even big bath in the first year he took office. Poor performance is delegated to the CEO who long to reduce earnings at the beginning of the new CEO took office. With the profit decline would certainly increase the possibility of obtaining a higher profit in the next period.(LEBIH 2 KATA)

Keywords: CEO, the company's performance, the value of the company

PENDAHULUAN

Kinerja perusahaan yang berhubungan dengan informasi akuntansi merupakan kebutuhan yang paling mendasar pada proses pengambilan keputusan bagi investor dipasar modal. Salah satu sumber informasi tersebut adalah laporan keuangan. Laporan keuangan merupakan salah satu sarana untuk menunjukkan kinerja manajemen yang diperlukan investor dalam menilai maupun memprediksi

kapasitas perusahaan menghasilkan arus kas dari sumber daya yang ada (Ikatan Akuntan Indonesia, 2004). Laporan keuangan juga merupakan suatu bentuk pertanggungjawaban manajemen atas pengelolaan sumber-sumber daya ekonomi yang telah dipercayakan kepadanya (Lako, 2007).

Namun disisi lain, penunjukkan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam kenyataannya seringkali menghadapi masalah dikarenakan tujuan perusahaan berbanding terbalik dengan tujuan pribadi manajer. Dengan kewenangan yang dimiliki, manajer bisa bertindak dengan hanya menguntungkan dirinya sendiri dan mengorbankan kepentingan para pemegang saham. Hal ini mungkin terjadi karena adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh kedua belah pihak. Sebagai pengelola perusahaan, manajer akan lebih banyak mengetahui informasi internal perusahaan dibandingkan dengan pemilik atau pemegang saham (Lako, 2007).

Manajer sendiri sebagai agen juga bersaing dalam pasar tenaga kerja. Manajer dengan reputas baik berpeluang untuk memperoleh pekerjaan yang lebih baik dan begitu pula sebaliknya. Oleh sebab itu seorang manajer memiliki kepentingan yang sangat besar terhadap kinerja suatu perusahaan yang ia kelola karena berhubungan erat dengan reputasinya sebagai wujud keberhasilan. Sedangkan pemegang saham juga berkepentingan dengan kinerja perusahaan dalam arahan seorang manajer (Lako, 2007). Pemegang saham dapat menghentikan manajer dari jabatannya jika perusahaan yang dikelolanya mempunyai kinerja rendah yang memungkinkan pemegang saham menggantinya dengan manajer lain (Trisnantari, 2010).

Manajer memiliki beberapa tingkatan atau level, yaitu: manajer tingkat pertama, manajer tingkat menengah, dan manajer puncak. Manajer puncak terdiri dari beberapa direktur, yang disebut dengan dewan direksi atau *Board of Directors*. Fungsi manajer puncak lebih mengarah pada fungsi strategik, misalnya: menentukan tujuan perusahaan, perencanaan, pengorganisasian, dan pengawasan. Manajer puncak ini mempunyai seorang pemimpin yang disebut sebagai presiden direktur atau direktur utama, atau disebut juga sebagai *Chief Executive Officer* (Neumann dan Voetmann dalam Setiawan, 2007)

CEO banyak memberikan pengaruh terhadap jalannya perusahaan. Kinerja perusahaan baik atau buruk dapat dilihat dari hasil kerja keras manajemen puncak dalam mengelola perusahaan secara langsung untuk mencapai tujuan utama perusahaan. CEO dikatakan kinerjanya bagus apabila memiliki prestasi yang baik tiap tahunnya dan dapat mencapai tujuan bersama, namun tidak menutup kemungkinan terjadinya pergantian CEO, sebab CEO tidak dapat mencapai tujuan utama di perusahaan. Pergantian CEO memberikan indikasi kepada perusahaan bahwa akan ada perubahan dalam pengelolaan perusahaan dengan menerapkan peraturan dan prosedur baru, serta perubahan kebijakan yang ditetapkan oleh CEO baru yang diharapkan mampu meningkatkan kinerja perusahaan.

Pergantian CEO suatu perusahaan biasanya diikuti dengan redefinisi misi, visi, dan strategi bisnis, sehingga menuntut adanya restrukturisasi organisasi yang sesuai dengan formulasi misi, visi, dan strategi yang baru tersebut. Penggantian ini seharusnya mampu memicu peningkatan kinerja perusahaan tersebut. Kinerja yang buruk dapat mendorong pemegang saham

melakukan pergantian CEO yang kemudian dapat menurunkan nilai pasar manajer yang bersangkutan di pasar tenaga kerja. Hal inilah yang dapat mendorong manajer melakukan *big bath* agar tidak terjadi pergantian CEO karena kinerja yang buruk.

Pergantian CEO merupakan strategi terbaik bagi sebuah perusahaan yang sedang turun demi menentukan nasib barunya di masa depan. Dalam pemilihan CEO baru juga memiliki ketentuan yang berlaku sesuai dengan peraturan perusahaan biasanya mengutamakan pengalaman seseorang yang berkopeten, orang yang mampu mengikuti perkembangan jaman, orang yang berpengalaman di bidang ekonomi, orang yang tidak ceroboh, bisa dipercaya, bijaksana, ulet dan kerja keras. Namun perusahaan juga dikatakan tidak stabil apabila terlalu sering mengalami pergantian CEO tiap tahunnya. Pergantian CEO juga memiliki sebab lain selain tidak tercapai tujuan perusahaan yaitu terjadi pergantian CEO karena masa waktu jabatan kerjanya sudah habis dan pergantian.

CEO memiliki tanggung jawab utama pada pelaporan keuangan perusahaan. Perilaku menyimpang CEO yang muncul pada saat periode akan diganti atau ketika menggantikan CEO pada suatu perusahaan merupakan hal yang menarik untuk diteliti mengingat tanggung jawab CEO terhadap pelaporan keuangan perusahaan. Penelitian inilah yang menguji apakah CEO yang baru berhenti dan CEO yang baru saja diangkat di perusahaan Indonesia akan membawa pengaruh bagi kinerja dan nilai perusahaan tersebut.

Pergantian CEO di Amerika Serikat pada tahun 1990-an dibandingkan pada tahun 1970 sampai dengan 1980-an walaupun besarnya sangat kecil, yaitu dari 10% per tahun pada tahun 1970-an dan 1980-an menjadi 11% pada tahun 1990-an (Khurana, Murphy dan Zabonzik dalam Kaplan dan Minton, 2006). Seiring dengan meningkatnya tingkat pergantian CEO, CEO memiliki risiko kehilangan pekerjaan yang semakin meningkat (Kaplan dan Minton, 2006). CEO yang memiliki risiko kehilangan pekerjaan cenderung akan melakukan hal yang menyimpang dengan meningkatkan laba perusahaan agar mereka dapat tetap mempertahankan posisinya, namun hal tersebut tidak secara signifikan ditemukan pada CEO yang secara sukarela mengundurkan diri dari pekerjaan mereka (Hazarika *et al.*, 2009). CEO yang baru menjabat kemungkinan akan melakukan *big bath* untuk memperbesar kemungkinan memperoleh laba yang lebih tinggi pada periode berikutnya (Scott, 2000). Alasan CEO baru tersebut melakukan *taking a bath* karena ia tidak mau bertanggung jawab atas kinerja buruk CEO sebelumnya (Adiasih dan Indra, 2011).

Di Indonesia juga terjadi kasus yang serupa, misalnya saja skandal Lippo Bank dan PT. Qsar pada tahun 2002. Eksekutif perusahaan diperbolehkan untuk membeli saham dari perusahaan yang mereka kelola. Sikap oportunistik tersebut didukung oleh sistem kompensasi yang berlebihan (*stock option* dengan harga jauh di bawah harga normal). Kasus yang terjadi itu membuat masyarakat mencermati peran eksekutif perusahaan atau direktur utama dalam mengelola perusahaan dan mempertanggungjawabkannya kepada pemangku kepentingan. Topik penelitian mengenai penyebab perilaku oportunistik CEO memanipulasi

laba, cara CEO melakukan big bath, dan konsekuensi dari perilaku CEO memanipulasi laba semakin berkembang (McNichols, 2000).

Beberapa penelitian lainnya juga telah dilakukan untuk mencari apakah pergantian pemimpin pada suatu perusahaan akan mempengaruhi kinerja dan nilai dari suatu perusahaan. Sesungguhnya perusahaan terutama perusahaan besar telah memiliki sistem yang memungkinkan perusahaan tersebut berjalan dengan sendirinya sehingga perubahan atau pergantian kepemimpinan tidak akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Hannan dan Freeman, 1997). Pergantian pemimpin dalam perusahaan tidak akan mempengaruhi kinerja (Lieberson dan O'Connor, 1972; Mintzberg, 1979). Pergantian kepemimpinan dalam suatu perusahaan merupakan ritual yang salah dan tidak mengacu pada perubahan kinerja (Gomson dan Scotch, 1964). Pengaruh yang akan muncul dari pergantian pemimpin tersebut akan menjadi penghambat pengaruh positif yang seharusnya muncul ketika terjadi proses penggantian pergantian manajer yang memiliki kinerja yang tidak baik (Pfeffer dan Davis Blake, 1986).

CEO yang akan kehilangan pekerjaannya akan berusaha untuk memperlihatkan kinerja yang baik dengan meningkatkan laba perusahaan (*income decreasing*), demikian pula yang akan dilakukan oleh CEO yang baru menjabat (Scott, 2000:362). Artinya, ia akan melakukan *income decreasing*, bahkan *big bath* pada tahun pertama ia menjabat. Kinerja yang buruk dapat dilimpahkan kepada CEO yang lama. Penurunan laba pada tahun ini akan memperbesar kemungkinan memperoleh laba yang lebih tinggi pada periode berikutnya.

Keistimewaan penelitian ini yakni kita bisa membandingkan kinerja dan nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebelum dan setelah peristiwa pergantian CEO. Alasan peneliti memilih perusahaan manufaktur sebagai objek penelitian dikarenakan perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang menjual produknya yang dimulai dengan proses produksi yang tidak terputus mulai dari pembelian bahan baku, proses pengolahan bahan hingga barang jadi. Perusahaan manufaktur lebih membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan mereka, salah satunya dengan investasi saham oleh para investor, sehingga nantinya dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Herawaty, 2008).

Berdasarkan atas latar belakang yang telah disampaikan, maka rumusan masalah dapat dirumuskan sebagai berikut yaitu, apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan sebelum dan setelah pergantian CEO dan apakah terdapat perbedaan nilai perusahaan sebelum dan setelah pergantian CEO.

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, adapun tujuan penelitiannya yaitu, untuk mendapatkan bukti empiris perbedaan kinerja keuangan sebelum dan setelah pergantian CEO, dan untuk mendapatkan bukti empiris perbedaan nilai perusahaan sebelum dan setelah pergantian CEO.

Masalah konflik agensi dalam korporasi biasanya terjadi karena pemilik perusahaan (*principal*) tidak dapat berperan aktif dalam manajemen perusahaan (Eisenhardt, 1989). Mereka mendelegasikan wewenang dan tanggung jawab pengelolaan perusahaan kepada para manajer profesional (*agent*) untuk bekerja atas nama dan untuk kepentingannya. Menurut teori keagenan, konflik agensi

terjadi akibat adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dan para manajernya. Di satu sisi, pemilik menginginkan manajer bekerja keras untuk memaksimalkan utilitas pemilik. Namun, disisi lain, manajer juga cenderung berusaha keras memaksimalkan utilitasnya sendiri.

Teori keagenan berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang terjadi jika pihak-pihak yang saling bekerja sama memiliki tujuan dan pembagian kerja yang berbeda. Secara khusus teori keagenan membahas tentang adanya hubungan keagenan, dimana suatu pihak tertentu (*principal*) mendelegasikan pekerjaan kepada pihak lain (*agent*), yang melakukan pekerjaan. Teori keagenan adalah kontrak yang melandasi hubungan antara prinsipal dan agen, sehingga fokus dari teori ini adalah pada penentuan kontrak yang paling efisien yang mendasari hubungan antara prinsipal dan agen. Teori keagenan dilandasi oleh beberapa asumsi (Eisenhardt, 1989). 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*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai risiko (*risk aversion*). Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria efektivitas, dan adanya asimetri informasi antara prinsipal dan agen. Asumsi informasi adalah bahwa informasi sebagai komoditi yang bisa diperjualbelikan.

Adanya tiga unsur tambahan yang dapat membatasi perilaku menyimpang yang dilakukan oleh agen. Unsur-unsur tersebut adalah bekerjanya pasar tenaga

manajerial, bekerjanya pasar modal dan unsure bekerjanya pasar bagi keinginan menguasai dan mendominasi kepemilikan (Jensen dan Meckling, 1976). Asimetri informasi merupakan suatu keadaan dimana 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: *adverse selection* dan *moral hazard*.

Suatu pasar modal dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas yang terdaftar di dalamnya secara penuh mencerminkan seluruh informasi yang relevan (Fama dalam Hartono, 2013:548-553). Efisiensi dalam pengertian ini disebut sebagai efisiensi secara informasional. Informasi relevan yang dimaksud bisa berupa informasi masa lalu, informasi yang tersedia kepada publik, atau informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak.

Tujuan laporan keuangan untuk tujuan umum adalah memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja, dan arus kas perusahaan yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan dalam rangka membuat keputusan-keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggungjawaban sumberdaya-sumberdaya yang dipercayakan kepada mereka. Suatu laporan keuangan menyajikan informasi mengenai perusahaan, meliputi: aktiva, kewajiban, ekuitas, pendapatan dan beban termasuk keuntungan dan kerugian serta arus kas. Informasi tersebut, beserta informasi lainya yang terdapat dalam

catatan atas laporan keuangan membantu pengguna laporan dalam memprediksi laba dan arus kas masa depan.

Pemakai laporan keuangan meliputi investor potensial, karyawan, pemberi pinjaman, pemasok, dan kreditor lainnya, pelanggan, pemerintah, serta lembaga-lembaga, dan masyarakat. Mereka menggunakan laporan keuangan untuk memenuhi kebutuhan informasi yang berbeda (IAI, 2004).

Return on Assets (ROA) merupakan rasio keuangan perusahaan yang berhubungan dengan profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan atau laba pada tingkat pendapatan, aset dan modal saham tertentu (Hanafi dan Halim 2003:27). Dengan mengetahui ROA, kita dapat menilai apakah perusahaan telah efisien dalam menggunakan aktivitya dalam kegiatan operasi untuk menghasilkan keuntungan.

Laba bersih (*net income*) merupakan ukuran pokok keseluruhan keberhasilan perusahaan. Laba dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mendapat pinjaman dan pendanaan ekuitas, posisi likuiditas perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk berubah. Jumlah keuntungan (laba) yang diperoleh secara teratur serta kecenderungan atau *trend* keuntungan yang meningkat merupakan suatu faktor yang sangat penting yang perlu mendapat perhatian penganalisa di dalam menilai profitabilitas suatu perusahaan. Profitabilitas atau rentabilitas digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan modal dalam suatu perusahaan dengan memperbandingkan antara laba dengan modal yang digunakan dalam operasi, oleh karena itu keuntungan yang besar tidak menjamin atau bukan merupakan ukuran bahwa perusahaan itu *rentable*. Bagi manajemen atau pihak-

pihak yang lain, rentabilitas yang tinggi lebih penting daripada keuntungan yang besar (Munawir, 2001:57).

ROA adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang berasal dari aktivitas investasi (Mardiyanto, 2009: 196). Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen dalam memperoleh keuntungan (laba) secara keseluruhan. Semakin besar ROA, semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan tersebut dan semakin baik pula posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan *asset* (Dendawijaya, 2003: 120).

ROA adalah rasio yang digunakan untuk mengukur keuntungan bersih yang diperoleh dari penggunaan aktiva. Dengan kata lain, semakin tinggi rasio ini maka semakin baik produktivitas *asset* dalam memperoleh keuntungan bersih. Hal ini selanjutnya akan meningkatkan daya tarik perusahaan kepada investor. Peningkatan daya tarik perusahaan menjadikan perusahaan tersebut semakin diminati oleh investor, karena tingkat pengembalian atau deviden akan semakin besar. Hal ini juga akan berdampak pada harga saham dari perusahaan tersebut di pasar modal yang akan semakin meningkat sehingga ROA akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Angka ROA dapat dikatakan baik apabila $> 2\%$ (Lestari dan Sugiharto, 2007: 196).

ROA dapat membantu perusahaan yang telah menjalankan praktik akuntansi dengan baik untuk dapat mengukur efisiensi penggunaan modal yang menyeluruh, yang sensitif terhadap setiap hal yang mempengaruhi keadaan keuangan perusahaan sehingga dapat diketahui posisi perusahaan terhadap

industri. Hal ini merupakan salah satu langkah dalam perencanaan strategi. Dalam penelitian ini hanya menggunakan ROA sebagai proksi dari kinerja perusahaan karena penelitian ini dalam menghitung kinerja perusahaan hanya menggunakan rasio antara laba bersih sesudah pajak (*net income after tax*) terhadap total asset terhadap perusahaan yang melakukan pergantian CEO.

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. Penggantian ini seharusnya mampu memicu peningkatan kinerja dan nilai perusahaan tersebut.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mencari apakah pergantian pemimpin pada suatu perusahaan akan mempengaruhi kinerja dan nilai dari suatu perusahaan besar. Sesungguhnya perusahaan terutama perusahaan besar telah memiliki sistem yang memungkinkan perusahaan tersebut berjalan dengan sendirinya sehingga perubahan atau pergantian kepemimpinan tidak akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Hannan dan Freeman, 1997). Pergantian kepemimpinan dalam suatu perusahaan merupakan ritual yang salah dan tidak mengacu pada perubahan kinerja (Gomson dan Scotch, 1964). Sejalan dengan hasil riset, pengaruh yang akan muncul dari pergantian pemimpin tersebut akan menjadi penghambat pengaruh positif yang seharusnya muncul ketika terjadi proses pergantian pergantian manajer yang memiliki kinerja yang tidak baik (Pfeffer dan Blake (1986). Sebetulnya pengaruh pergantian eksekutif perusahaan

terhadap kinerja perusahaan tersebut tergantung pada kecocokan antara karakteristik pemimpin dan pekerjaan tersebut (Gufta dan Govindarajan; Hambrick dan Mason, 1984).

Berdasarkan studi ini, Lubatkin, Chung, Rogers dan Owers melakukan riset untuk menguji dua faktor yang menentukan keberhasilan proses pergantian kepemimpinan yang biasa disebut contingent faktor yaitu konteks organisasi (*organizational context*) dan asal pengganti (*successor's origin*). Dilakukan riset ini bertujuan untuk mencari faktor pengaruh pergantian pemimpin terhadap kinerja keuangan perusahaan besar. Penelitian ini diharapkan dapat mendukung anekdot dalam dunia bisnis nyata bahwa faktor kepemimpinan dapat memberi perbedaan, dapat melihat pengaruh dari pemimpin pengganti tidak saja hanya di saat perusahaan sedang dalam kondisi krisis, dalam kondisi menghadapi perubahan dan ketika sedang berkembang (Hall, 1997). Selain itu, riset ini juga bertujuan untuk mencari faktor yang tepat untuk mengukur performa perusahaan karena selama ini faktor penentu yang digunakan hanya berdasarkan ukuran akuntansi misalnya dengan mengukur return on assets serta dengan ukuran *security market* seperti *excess returns* (Scholes dan Williams, 1978).

Kinerja adalah gambaran mengenai tingkat pencapaian pelaksanaan suatu kegiatan/program/kebijakan dalam mewujudkan sasaran, tujuan, visi dan misi organisasi yang tertuang dalam perumusan skema strategis suatu organisasi (Bastian, 2001). Kinerja adalah suatu yang dicapai, prestasi yang diperlihatkan atau kemampuan kerja. Secara umum dapat dikatakan bahwa kinerja merupakan

prestasi yang dapat dicapai oleh organisasi dalam periode tertentu (Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa, 2001).

Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan ROA (*Return On Assets*). Pengukuran kinerja dengan ROA diyakini bisa memberikan gambaran mengenai penilaian pasar terhadap perusahaan. ROA memberikan sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luar termasuk investor.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan, 2000). Nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Keown, 2004).

Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Suatu

perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya. Jika nilai sahamnya tinggi bisa dikatakan nilai perusahaannya juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham.

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja, 2004).

Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar asset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku asset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan bentuk komparatif. Penelitian komparatif adalah penelitian yang bersifat membandingkan. Penelitian ini dilakukan untuk membandingkan persamaan dan perbedaan dua atau lebih fakta-fakta dan sifat-sifat objek yang diteliti berdasarkan kerangka pemikiran tertentu. Pada penelitian ini variabelnya masih mandiri tetapi untuk sampel yang lebih dari satu atau dalam waktu yang berbeda.

Variabel dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Perhitungan kinerja perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *Return On Assets* (ROA). Perhitungan Nilai Perusahaan dalam penelitian ini menggunakan Tobin's Q. Kinerja perusahaan diproksikan dengan *Return On Assets* (ROA). ROA merupakan rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Alasan penelitian ini menggunakan ROA sebagai alat ukur dari Kinerja Perusahaan karena ROA dipercaya lebih bisa mencerminkan bagaimana perusahaan memperoleh laba. Satuan ROA dinyatakan dalam persentase.

Rasio Tobin's Q digunakan sebagai indikator penilaian nilai perusahaan. Pada 1967, Profesor James Tobin membangun suatu teori pengukuran kinerja yang intinya menyatakan bahwa insentif untuk membuat modal investasi baru adalah tinggi ketika surat berharga (saham) memberikan keuntungan di masa depan dapat dijual dengan harga yang lebih tinggi dari biaya investasinya.

Tobin's Q digunakan dalam penelitian ini karena dapat mengukur nilai pasar saham perusahaan. Tobin's Q memasukkan semua unsur utang dan moda

saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh aset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh aset perusahaan berarti perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada suatu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja dalam Permanasari, 2004). Nilai Perusahaan dinyatakan dalam desimal.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang melakukan pergantian CEO dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2014. Peneliti hanya menggunakan perusahaan-perusahaan manufaktur karena mayoritas perusahaan-perusahaan yang *go public* di BEI merupakan jenis perusahaan manufaktur. Penentuan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu metode pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel yaitu: 1) Perusahaan manufaktur yang melakukan pergantian CEO dan terdaftar di BEI dari tahun 2010 sampai tahun 2014; 2) Menerbitkan laporan keuangan tahunan (*annual report*) yang berakhir pada tanggal 31 Desember selama periode pengamatan 2010-2014; 3) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunannya dalam satuan rupiah; 4) Perusahaan memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Teknik Analisis Data yang digunakan pada penelitian ini adalah Analisis Deskriptif dan Komparatif. Bentuk analisis data penelitian untuk menguji

generalisasi hasil penelitian berdasarkan satu sampel. Data yang dianalisis dalam penelitian ini adalah abnormal *return* perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan pergantian CEO selama periode 2010–2014. Tahapan analisis dalam penelitian ini adalah uji normalitas, uji beda, uji parametrik atau uji non parametrik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif digunakan dalam menganalisa data dengan mendeskripsikan serta menggambarkan data yang sudah terkumpul. Statistik deskriptif disajikan guna memberikan informasi karakteristik variabel-variabel penelitian. Adapun hasil statistik deskriptif ada pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1.
Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA Sebelum	30	-19,15	71,51	10,724	17,61012
ROA Setelah	30	-22,23	40,18	5,9247	10,45403
TOBINS'Q Sebelum	30	0,29	15616,22	704,269	2869,31078
TOBINS'Q Setelah	30	0,27	7043	284,174	1289,70494
Valid N (listwise)	30				

Sumber: Data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 1 *Return On Aset* merupakan rasio yang digunakan perusahaan dalam mengukur pengembalian terhadap total aset yang dimiliki, dimana semakin besar ROA, semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan tersebut dan semakin baik pula posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan *asset*. Pada tahun sebelum pergantian CEO nilai terendah -19,15 pada perusahaan dengan AMFG dengan pergantian CEO pada tahun 2012, sedangkan nilai tertinggi 71,51 terdapat pada perusahaan dengan UNVR dengan

pergantian CEO pada tahun 2013. Sedangkan pada tahun setelah pergantian CEO pada tahun nilai terendah -22,23 pada perusahaan dengan kode RMBA dengan pergantian CEO pada tahun 2010, sedangkan nilai tertinggi 40,18 pada perusahaan dengan kode UNVR dengan pergantian CEO pada tahun 2013.

Pada Tabel 1 dapat dilihat rata-rata perkembangan ROA memiliki nilai yang positif yaitu 10,724 sebelum pergantian CEO dan 5,9247 setelah pergantian CEO. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan total asset yang dimiliki perusahaan setelah melakukan pergantian CEO menurun sebesar 4,7993 dari sebelum dilakukannya pergantian CEO.

Tobin's Q yaitu nilai pasar dari suatu perusahaan dengan membandingkan nilai perusahaan suatu perusahaan yang terdaftar di pasar keuangan dengan nilai penggantian asset (*asset replacement value*) perusahaan. Pada tahun sebelum pergantian CEO nilai terendah 0,29 pada perusahaan dengan kode SMGR dengan pergantian CEO pada tahun 2013, sedangkan nilai tertinggi 15616,22 pada perusahaan dengan kode UNVR dengan pergantian CEO pada tahun 2013. Sedangkan pada tahun setelah pergantian CEO nilai terendah 0,27 pada perusahaan dengan kode LPIN dengan pergantian CEO pada tahun 2010, sedangkan nilai tertinggi 7043 pada perusahaan dengan kode UNVR dengan pergantian CEO pada tahun 2013 dapat dilihat pada Tabel 1.

Pada Tabel 1 dapat dilihat rata-rata perkembangan Tobin's Q memiliki nilai yang positif yaitu 704,2685 sebelum pergantian CEO dan 284,1738 setelah pergantian CEO. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata kemampuan perusahaan

dalam menghasilkan nilai perusahaan setelah melakukan pergantian CEO mengalami penurunan sebesar 420,0947 dari sebelum dilakukan pergantian CEO.

Tabel 2.
Uji Normalitas

		ROA Sebelum	ROA Setelah	TOBINS'Q Sebelum	TOBINS'Q Setelah
N		30	30	30	30
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	10,724	5,9247	704,2685	284,1738
	Std. Deviation	17,61012	10,45403	2869,311	1289,70494
Most Extreme Differences	Absolute	0,153	0,203	0,445	0,457
	Positive	0,153	0,203	0,445	0,457
	Negative	-0,123	-0,151	-0,403	-0,413
Test Statistic		0,153	0,203	0,445	0,457
Asymp. Sig. (2-tailed)		,070 ^c	,003 ^c	,000 ^c	,000 ^c

Sumber: Data diolah, 2015

Berdasarkan output SPSS pada Tabel 2 terlihat bahwa ROA sebelum pergantian CEO berdistribusi normal dengan *Asymp.sig (2-tailed)* > α yaitu sebesar 0,070. Sebaliknya *Asym.sig* ROA setelah pergantian CEO < 0,05 (0,003 < 0,05), Tobins'Q sebelum pergantian CEO < 0,05 (0,0000 < 0,05), dan Tobins'Q setelah pergantian CEO < 0,05 (0,000 < 0,05). Hasil Uji Normalitas menunjukkan data tidak memenuhi asumsi data maka dilanjutkan dengan uji non parametrik.

Tabel 3.
Uji Non Parametrik

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
ROA Sebelum	30	10,724	17,61012	-19,15	71,51
TOBINS'Q Sebelum	30	704,269	2869,3108	0,29	15616,22
ROA Setelah	30	5,9247	10,45403	-22,23	40,18

TOBINS'Q Setelah	30	284,174	1289,7049	0,27	7043
---------------------	----	---------	-----------	------	------

Sumber: Data diolah, 2015

Tabel 3 menunjukkan rata-rata ROA dan Tobins'Q pada sebelum dan setelah pergantian CEO. Sebelum pergantian CEO rata-rata ROA dari 30 perusahaan adalah sebanyak 10,7240, sementara setelah pergantian CEO jumlah rata-rata ROA adalah sebesar 5,9247. Sebelum pergantian CEO rata-rata TobinsQ adalah sebesar 704,2685, sementara setelah pergantian CEO adalah sebesar 284,1738.

Tabel 4.
Wilcoxon Signed Ranks Test

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROA Setelah - ROA Sebelum	Negative Ranks	20 ^a	15,7	314
	Positive Ranks	9 ^b	13,44	121
	Ties	1 ^c		
	Total	30		
TOBINS'Q Setelah - TOBINS'Q Sebelum	Negative Ranks	20 ^d	17,2	344
	Positive Ranks	10 ^e	12,1	121
	Ties	0 ^f		
	Total	30		

Sumber: Data diolah, 2015

Dari Tabel 4 *Ranks* diketahui bahwa banyaknya skor ROA setelah lebih besar dari skor ROA sebelum ada 9 perusahaan dan ada 20 perusahaan yang skor ROA sebelum lebih besar dari skor ROA setelah. Sedangkan pada skor Tobins'Q setelah lebih besar dari skor Tobins'Q sebelum ada 10 perusahaan dan ada 20 perusahaan yang skor Tobins'Q sebelum lebih besar dari skor Tobins'Q setelah.

Tabel 5.
Uji Statistik

	ROA Setelah - ROA Sebelum	TOBINS'Q Setelah - TOBINS'Q Sebelum
Z	-2,087 ^b	-2,293 ^b
Asymp. Sig. (2- tailed)	0,037	0,022

Sumber: Data diolah, 2015

Pada Tabel 5 nilai Z pada ROA Setelah - ROA Sebelum sebesar -2,087 dan nilai Z pada Tobins'Q Setelah - Tobins'Q Sebelum sebesar -2,293, jika level signifikansi 0,05 dan menggunakan uji dua sisi. Nilai Z kritis antara -1,96 dan 1,96, yang berarti berada di daerah penerimaan H1. Begitu juga dengan nilai signifikansi p-value sebesar 0,037 dan 0,022 ($<0,05$) maka tolak hipotesis nol (H0). Jadi kesimpulannya terdapat perbedaan skor yang signifikansi terhadap ROA setelah - ROA sebelum maupun Tobins'Q setelah - Tobins'Q sebelum.

SIMPULAN DAN SARAN

Sesuai dengan hasil uji hipotesis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan yaitu adanya perbedaan kinerja keuangan antara sebelum dan setelah pergantian CEO pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2014. Dalam hal lain CEO melakukan big bath, dalam artian meninggalkan laba perusahaan saat akan digantikan posisinya agar dianggap baik kinerjanya begitu pula sebaliknya CEO yang baru justru menurunkan laba diawal dia menjabat. Kemudian adanya perbedaan nilai perusahaan sebelum dan setelah pergatian CEO pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI perode 2010-2014. Hal ini membuktikan bahwa

pasar memberikan reaksi yang berbeda terhadap pergantian CEO. Jadi, bisa dikatakan investor mungkin membedakan keputusan atau lebih banyak mempertimbangkan investasinya berdasarkan kinerja pemimpin perusahaan yang baru terhadap yang lama.

Berdasarkan hasil analisis dan simpulan yang diperoleh dari penelitian ini, maka dapat diberikan beberapa saran yaitu periode pengamatan dalam penelitian ini adalah 2010 – 2014. Peneliti selanjutnya diharapkan melakukan pengamatan dengan periode yang lebih panjang, sehingga jumlah sampel lebih banyak dan hasilnya lebih akurat. Kemudian penelitian ini juga mengesampingkan asal-muasal CEO baru (*insider* atau *outsider*) dan jenis pergantian CEO (rutin atau non rutin). Peneliti selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan faktor-faktor ini dalam mengukur reaksi pasar.

DAFTAR REFERENSI

- Adiasih, Kusuma., dan Indra Wijaya. 2011. Manajemen Laba pada Saat Pergantian CEO di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 13 (2): 67-79.
- Barberis, Nicholas., Andrei Shleifer., and Robert Vishny. 1997. A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics* 49. 307-343.
- Bastian, Indra. 2001. *Akuntansi Sektor Publik di Indonesia*. Edisi 1. BPFE Yogyakarta.
- Bengtsson, Kristian., Class Bergstrom., and Max Nilsson. 2006. Earnings Management and CEO Turnovers. *Working Paper, School of Economics, Sweden*.
- Brush, T.H., P Bromiley., and M Hendrick. 2000. The Free Cash Flows Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*. 21 (4):455-472.
- Christiawan, Yulius., Jogi., dan Tarigan Josua. 2007. Kepemilikan Manajeral: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9 (1):1-8.

- Coller, P dan A. Gregory. 1999. Audit Committee Activity and Agency Costs. *Journal of Accounting and Public Policy*. 18 (4-5):311-332.
- Da Silva., dan Grybovski Sr. 2005. Corporate Governance, Performance and CEO Turnover: A Comparative Study Between Family. *Recife Finance Lab Working Paper*. No. 001-2006.
- Demsetz, H., and Lehn K. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93. 1155-1177.
- Dendawijaya, Lukman. 2003. Manajemen Perbankan. Edisi kedua. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Making Fast Strategic Decisions in High-Velocity Environments. *The Academy of Management Journal*. 32.543-576.
- Gamson, William A., and Scotch Norman A. 1964. Scapegoating In Baseball. *AJS* 70 number 1.
- Hall, Mark. 1997. Annual Report of The Certification Officer. *Industrial Law Journal*. 17:208-205.
- Hambrick, DC. 1984. The Organization as A Reflection of its Top Managers. *Academy of Management Review*. 9:193-206.
- Hanafi, Mamduh M., dan Abdul Halim. 2003. Analisis Laporan Keuangan. Edisi Revisi. Penerbit UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Hannan, MT., and Freenan JH. 1997. The Population Ecology of Organizations. *The America Journal of Sociology*. 82 (1):929 – 964.
- Hartono, Jogyianto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Hazarika, Sonali., Jonathan M Karpoff., and Rajarishi Nahata. 2009. Internal Corporate Governance, CEO Turnover, and Earnings Management. *Social Science Research Network*.
- Herawaty, Vinola. 2008. Peran Praktik Corporate Governance Sebagai Moderating Variabel Dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak*.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2004. *Standar Akuntansi Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.

- Jensen, MC., and Meckling WH. 1976. Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3 (4):305-360.
- Kaplan, Steven N., and Bernadette A. Minton. 2006. How has CEO Turnover Changed. Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs. *Working Paper*. University of Chicago.
- Kusumastuti, Sari., Supatmi., dan Perdana Sastra. 2005. Pengaruh Board Diversity terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif Corporate Governance. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9 (2):88-98.
- Lako, Andreas. 2007. *Laporan Keuangan dan Konflik Kepentingan*, Edisi Kedua, Yogyakarta: Amara Books.
- Lestari, Maharani., Ika., dan Toto Sugiharto. 2007. Kinerja Bank Devisa dan Bank Non Devisa dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya. *PESAT*. Vol. 2.
- Mardiyanto, Handono. 2009. *Intisari Manajemen Keuangan*. PT Grasindo : Jakarta.
- McNichols, Maureen. 2000. Research Design Issues in Earnings Management Studies. *Journal of Accounting and Public Policy* 19. 313-345.
- Megginson, William., L Nash Robert., and C Van Radenborgh Matthias. 1994. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *Journal of Finance*. 1 (1):403-452.
- Munawir, 2001. *Akuntansi Keuangan dan Manajmen*, Edisi Pertama. BPF: Yogyakarta.
- Neumann, Robert., and Torben Voetmenn. 1999. CEO Turnovers and Corporate Governance: Evidence From The Copenhagen Stock Exchange. *Article presented at the 26th Annual Meeting of the European Finance Association*. August 25-28.
- Pfeffer, J Davis., and Blake A. 1986. Administrative Succession and Organizational Performance: How Administrator Experience Mediated the Succession Effect. *Academy of Management Journal*. 29 (1):72-83.
- Potter, G. 1991. Accounting Earnings Announcement, Institutional Investors Concentration and Common Stock Returns. *Journal of Accounting Research*. 30 (1):146-155.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*, Salemba Empat: Jakarta.

- Sukamulja, Sukmawati. 2004. Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan. 8 (1):1-25.
- Scholes, Myron., and S William Joseph. 1978. Estimating Betas From Nonsynchronous data. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5.
- Setiawan, Doddy. 2007. Variabilitas Return Saham di Sekitar Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 22 (2):180-196.
- Schleifer, A., dan RW Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94 (31).
- Slovin and Sushka. 1993. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 38. 163-184.
- Suranta, Eddy., dan Pratama Puspita. 2004. Income Smoothing Tobin's Q. Agency Problems dan Kinerja Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII. Denpasar Bali*. 2-3 Desember.
- William, D Hitt. 1995. The learning organization: some reflections on organizational renewal. *Leadership & Organization Development Journal*. 16 (8):17-25.
- Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40. 185-211.
- Zaroni, 2004. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Pergantian CEO Terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara Sesudah di Privatisasi. *SNA VII. Denpasar*.