

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KONTROL KELUARGA
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA
EFEK INDONESIA**

(Tesis)

Oleh

TRI DAMAYANTI



**PROGRAM MAGISTER ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2017**

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KONTROL KELUARGA
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA
EFEK INDONESIA**

Oleh

TRI DAMAYANTI

Tesis

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
MAGISTER ILMU AKUNTANSI**

Pada

**Program Magister Ilmu Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**PROGRAM MAGISTER ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2017**

ABSTRACT

The Impact of Ownership Structure and Family Control on Firm Performance in Indonesia Listed Companies

By

Tri Damayanti

This study aims to investigate the impact of ownership structure and control in non financial family listed companies in Indonesia. Our conceptual framework derived from agency theory which have consequences in making agency problems. Controlling shareholders' right supported them to expropriate minority interest and created agency problem II. We analyzed 375 family listed firms using panel data method and Eviews 9.0 version.

The result shows that family ownership have negative effect on financial performance. The negative effect reflected entrenchment by controlling shareholders. Entrenchment effect and the practice of combined two tier system explained why family control have no impact on financial performance by agency problem II. The work of agency problem II also represent in the negative impact of leverage as control variable. Leverage is captured as the debt contract. Controlling shareholders are not interested to debt contract when they do entrenchment.

Our findings can be useful for investment decision making for minority investors. It can be interpreted how agency theory works in Indonesia family listed companies dealing with exchange rate depreciation. A key finding of this research is controlling shareholders' behavior in the low of monetary condition tend to entrench minority.

Keywords: piramidal ownership, family involvement, ROA, currency crisis

ABSTRAK

Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kontrol Keluarga terhadap Kinerja Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Oleh

Tri Damayanti

Studi ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan dan kontrol keluarga terhadap kinerja perusahaan. Konsep yang melandasi studi ini adalah teori keagenan. Dalam teori keagenan yang terjadi pada struktur kepemilikan konsentrasi, konflik keagenan berubah menjadi konflik antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas yang memberi peluang melakukan tindakan ekspropriasi. Konflik keagenan tersebut disebut konflik keagenan tipe II. Penelitian ini menggunakan 375 observasi perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2015.

Dengan menggunakan analisis data panel dan bantuan perangkat lunak Eviews versi 9.0, ditemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan kontrol keluarga tidak berpengaruh signifikan. Hasil tersebut mengindikasikan adanya praktik *entrenchment* oleh pemegang saham pengendali serta praktik kombinasi sistem *two tier* yang juga menjelaskan bahwa kontrol keluarga tidak menjadi faktor signifikan yang mempengaruhi kinerja perusahaan. *Leverage* yang merupakan variabel kontrol dalam studi ini juga berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini juga menunjukkan bahwa dalam praktik *entrenchment*, kontrak hutang bukan menjadi fokus pemegang saham pengendali selain kontrol keluarga. *Entrenchment* ini terjadi diindikasikan akibat depresiasi nilai tukar selama tahun observasi.

Penelitian ini bermanfaat untuk pembuatan keputusan investasi bagi pemegang saham minoritas. Hasil riset ini juga memberikan kontribusi dalam konteks praktik teori keagenan oleh perusahaan keluarga di Indonesia selama periode depresiasi tersebut. Temuan kunci dalam temuan ini adalah perilaku pemegang saham pengendali yang melakukan *entrenchment* terhadap pemegang saham minoritas.

Kata Kunci: Kepemilikan piramida, keterlibatan keluarga, krisis mata uang, ROA

Judul Tesis : **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KONTROL KELUARGA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Nama Mahasiswa : Tri Damayanti

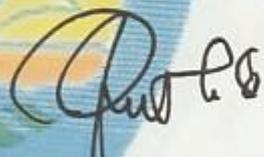
Nomor Pokok Mahasiswa : 1521031011

Program Studi : Magister Ilmu Akuntansi

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis




Prof. Dr. Lindrianasari, S.E., M.Si., Akt, C.A.
NIP 19700817 199703 2 002


Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt.
NIP 19700801 199512 2 001

2. Ketua Program Magister Ilmu Akuntansi


Susi Sarumpact, S.E., M.B.A., Ph.D., Akt.
NIP 19691008 199501 2 001

MENGESAHKAN

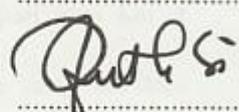
1. Tim Penguji:

Ketua : Prof. Dr. Lindrianasari, S.E., M.Si., Akt., C.A.

Sekretaris : Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt.

Penguji I : Dr. Fajar Gustiawaty Dewi, S.E., M.Si., Akt.

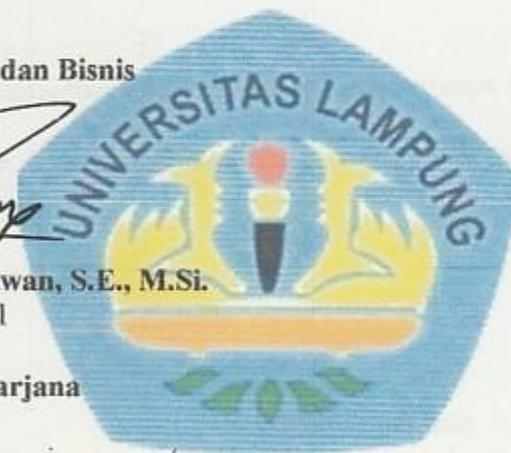
Penguji II : Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M.Si.



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. H. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.
NIP 19610904 198703 1 011



3. Direktur Program Pascasarjana



Prof. Dr. Sudjarwo, M.S.
NIP 19530628 198103 1 002

Tanggal Lulus Ujian Tesis: 6 Juni 2017

LEMBAR PERNYATAAN

Saya menyatakan dengan sebenarnya bahwa:

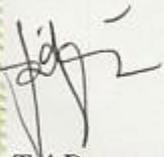
1. Tesis dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kontrol Keluarga terhadap Kinerja Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” adalah karya saya dan saya tidak melakukan penjiplakan atau pengutipan atas karya penulis lain dengan cara yang tidak sesuai dengan etika ilmiah yang berlaku dalam masyarakat akademik atau yang disebut *plagiarisme*.
2. Hak atas intelektual atas karya ilmiah ini saya serahkan sepenuhnya kepada pihak Universitas Lampung.

Atas pernyataan ini, apabila dikemudian hari ternyata terdapat adanya kekeliruan, saya bersedia menanggung akibat dan sanksi yang akan diberikan dan dituntut sesuai dengan hukum yang berlaku.

Bandar Lampung, Juni 2017

Pembuat Pernyataan




Tri Damayanti
NPM 1521031011

RIWAYAT HIDUP

Penulis dilahirkan di Purworejo, Jawa Tengah pada tanggal 14 Desember 1986 yang merupakan anak ketiga dari tiga bersaudara. Penulis lahir dari pasangan suami istri Bapak Slamet Dihadjo dan Ibu Rochayah.

Pendidikan yang pernah ditempuh oleh penulis yaitu Taman Kanak Kanak LKMD Mranti, Purworejo; Pendidikan dasar SD Negeri 1 Mranti, Purworejo lulus tahun 1999, Pendidikan menengah SMP Negeri 2 Purworejo lulus tahun 2003 dan Pendidikan atas SMA Negeri 1 Purworejo lulus tahun 2005. Penulis melanjutkan pendidikan tinggi di Jurusan Akuntansi program strata 1 Universitas Sebelas Maret Surakarta pada tahun 2005 dan lulus pada tahun 2009. Penulis diterima sebagai mahasiswa pascasarjana pada program studi Magister Ilmu Akuntansi di Universitas Lampung pada tahun 2015 melalui jalur seleksi reguler.

PERSEMBAHAN

Bismillahirrahmanirrahiim

Atas ijin, perkenan, dan berkah rahmat dari Allah swt, tesis ini dapat disajikan dan peneliti persembahkan untuk pencari ilmu dimana pun berada, orang tua kami tercinta, *jazakamullah khairan katsiran* untuk doa dan dukungan, suami tercinta dan keluarga kecil kami, *jazakallah khairan katsiran* untuk segalanya, dan almamater

MOTTO

“ My Success is only by Allah”

(Q.S. 11:88)

*“My Love, My Life, My Days, My Nights,
My Wealth, My Prayers all for You”*

(Maher Zain)

The world offers you a million doorprizes

Allah promises you The Grand Prize

(Peneliti)

SANWACANA

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Alhamdulillahillahi robbil'alamiin. Puji syukur atas segala nikmat yang senantiasa diberikan oleh Allah swt serta salam dan shalawat semoga selalu terlimpahkan kepada suri teladan terbaik sepanjang zaman, Muhammad saw. Atas ijin, perkenan, dan berkah dari-Nya, tesis dengan judul “**Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kontrol Keluarga terhadap Kinerja Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**” ini dapat diselesaikan. Tesis ini menemukan bahwa dalam kondisi depresiasi nilai tukar, pemegang saham pengendali dalam perusahaan keluarga di Indonesia cenderung menginginkan manfaat pribadi daripada memaksimalkan pencapaian laba. Pemegang saham pengendali cenderung melakukan *entrenchment* terhadap pemegang saham minoritas akibat adanya konflik keagenan yang bergeser dari tipe I ke tipe II dan praktik kombinasi sistem *two tier* dalam perusahaan keluarga. Diharapkan tesis ini dapat bermanfaat bagi pengembangan ilmu akuntansi pada umumnya dan untuk topik teori keagenan dalam perusahaan keluarga pada khususnya.

Tesis ini tidak terlepas dari berbagai kekurangan. Oleh karena itu peneliti membuka saran, masukan, dan kritikan yang dapat digunakan untuk memperbaiki riset ini untuk riset berikutnya. Peneliti juga mengucapkan terima kasih dan penghormatan atas segala dukungan baik berupa fasilitas maupun moral, waktu, diskusi dan ilmu yang telah diberikan hingga tesis ini dapat diselesaikan. Ucapan terima kasih ini peneliti sampaikan kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H. Satria Bangsawan, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung;
2. Ibu Susi Sarumpaet, S.E., M.B.A., Ph.D. Akt., selaku Ketua Program Studi Magister Ilmu Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung;

3. Ibu Prof. Dr. Lindrianasari, S.E., M.Si., Akt.,C.A., selaku Pembimbing akademik, sekaligus pembimbing utama tesis ini, atas segala masukan, saran, motivasi, dan ilmu yang sangat membantu selama proses penyusunan, penyelesaian hingga terpublikasinya tesis ini;
4. Ibu Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt., selaku Pembimbing kedua, atas segala diskusi dan motivasi yang sangat membantu dalam penyusunan tesis ini;
5. Ibu Dr. Fajar Gustiawaty Dewi, S.E., M.Si., Akt., selaku Penguji utama; atas segala masukan dan saran yang sangat bermanfaat dalam penulisan tesis ini,
6. Ibu Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M.Si., selaku Penguji kedua; atas segala saran yang sangat membantu penyempurnaan tesis ini,
7. Segenap admisi Magister Ilmu Akuntansi,
8. Keluarga besar Bapak Slamet Dihadjo di Purworejo, Jawa Tengah dan Keluarga besar Bapak Drs. Salyono Notodiharjo di Sekampung, Lampung Timur, atas segala doa dan dukungan yang tak berhingga;
9. Rekan-rekan seperjuang MIA 2015 dan MIA Batch 3 2015, untuk semangat dan kebersamaannya. Mba Fitri Indayani “Ipit”, Mba Atikah “Tika” Rosalinda, Ermina “Ina” Sari, Mba Dewi Rahmasari, Mba Karlina “Ina”, Mba Adrient “Yeyen” Desiana, Nurdiawansyah “Iwan”, M.Ichsan “Ican” Siregar, Mba Erna Rusvalita, Pak Heru Suwito, Pak Wasis Buditomo, atas waktu, keceriaan, dan diskusi yang luar biasa;
10. Sahabat surga-ku (*In sha Allah*), Bu Endang, Mba Dwi, Mba Tuti, Mba Uut-Andi, Mba Puspa, Mba Eka, Mba Ncus, Mba Ely, Mba Khusnul, Mba Titin, Mba Yayuk, Mba Eny, Mba Wiwin, dan Mba Ryan atas doa indah dan terbaiknya yang mengantarkan pada kemudahan dan keberkahan *In sha Allah*;
11. Keluarga besar Salimah Kota Metro, atas kebersamaan dan semangat serta cintanya ditengah-tengah padatny agenda;

12. Keluarga besar DPA ODOJ Kota Metro, atas pengertiannya untuk sejenak “ditinggalkan” dan semangatnya dalam mencintai Al Qur’an juga doadoannya;
13. keluarga besar QQH, atas segala motivasi, doa-doa indah dan terbaiknya; dan
14. Keluarga besar MBQ Kota Metro, untuk kebersamaan dan semangatnya dalam menuntut ilmu.

Demikian kiranya yang dapat peneliti sampaikan. Mohon maaf atas segala sesuatu yang tidak berkenan. Semoga pembaca sekalian dapat memperoleh manfaat dari tesis ini. Terima Kasih.

Metro, Juni 2017

Peneliti

Tri Damayanti

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
ABSTRAK.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
LEMBAR PERNYATAAN.....	v
RIWAYAT HIDUP.....	vi
PERSEMBAHAN.....	vii
MOTTO.....	viii
SANWACANA.....	ix
DAFTAR ISI.....	xii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
BAB I Pendahuluan.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Kontribusi Penelitian.....	10
BAB II Tinjauan Pustaka.....	11
2.1 Tinjauan Pustaka.....	11
2.1.1 Teori Keagenan.....	11
2.1.2. Konflik Keagenan.....	12
1.1.3. Struktur Kepemilikan dan Kontrol.....	15
1.1.3.1. Struktur Kepemilikan	16
1.1.3.1.1. Definsi Struktur Kepemilikan.....	16
2.1.3.1.2. Model Mekanisme Kepemilikan Konsentrasi.....	17
2.1.3.2. Kepemilikan Terkonsentrasi dan Konsekuensinya.....	20
1.1.3.4. Kontrol.....	22
1.1.4. Kinerja Perusahaan.....	25
2.2 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis.....	26
2.2.1 Penelitian Terdahulu.....	26
2.2.2. Pengembangan Hipotesis.....	29
2.2.2.1. Hipotesis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan.....	29
2.2.2.2. Hipotesis Pengaruh Kontrol keluarga terhadap Kinerja Perusahaan.....	31
2.3 Kerangka Pemikiran.....	33
BAB III Metode Penelitian.....	35
3.1 Populasi dan Sampel.....	35
3.1.1. Populasi.....	35
3.1.2. Sampel.....	35
3.1.2.1. Pemilihan Sampel.....	35
3.2 Persamaan Model Penelitian.....	37
3.3 Variabel Penelitian dan Data.....	37
1.3.1. Variabel Independen.....	37
1.3.1.1. Struktur Kepemilikan.....	37

1.3.1.2. Kontrol Keluarga.....	39
3.3.2 Variabel Dependen.....	39
3.3.3. Variabel Kontrol.....	40
3.3.4. Definisi Operasional Variabel dan Sumber Data.....	41
3.4. Metode Pengolahan Data.....	44
3.4.1. Model Estimasi.....	45
3.4.2. Pemilihan Model Estimasi dan Pengujian Hipotesis.....	47
BAB IV Analisis dan Pembahasan.....	52
4.1. Analisis Deskriptif.....	52
4.2. Analisis Pemilihan Model Estimasi.....	59
4.2.1. Uji Chow.....	60
4.2.2. Uji Hausman.....	61
4.2.3. Model Terpilih.....	61
4.3. Analisis Pengujian Hipotesis.....	62
4.3.1. Persamaan Model.....	62
4.3.2. Koefisien Determinasi.....	63
4.3.3. Uji F.....	64
4.3.4. Uji <i>t</i>	64
4.4. Pembahasan.....	65
4.4.1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan.....	66
4.4.2. Pengaruh Kontrol Keluarga Terhadap Kinerja Perusahaan.....	72
4.4.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan.....	74
4.4.4. Pengaruh Hutang Terhadap Kinerja Perusahaan.....	75
BAB V Simpulan dan Saran.....	78
5.1 Simpulan.....	78
5.2 Keterbatasan.....	80
5.3. Saran.....	80
DAFTAR PUSTAKA.....	83

LAMPIRAN

Lampiran 1 Perusahaan Sampel

Lampiran 2 Data Diolah

Lampiran 3 Hasil Olah Data dengan Model *Common Effect*

Lampiran 4 Hasil Olah Data dengan Model *Random Effect*

Lampiran 5 Hasil Olah Data dengan Model *Fixed Effect*

Lampiran 6 Hasil Uji Chow

Lampiran 7 Hasil Uji Hausman

Lampiran 8 Hasil Statistik Deskriptif

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1. Deskripsi Sampel.....	36
Tabel 3.2. Definisi Operasional Variabel dan Pengumpulan Data.....	41
Tabel 3.3. Contoh Afiliasi.....	43
Tabel 4.1. Jenis Perusahaan Sampel.....	52
Tabel 4.2. Sampel Penelitian dengan Transformasi Satuan mata uang Dollar Amerika Serikat menjadi Rupiah.....	53
Tabel 4.3. Perbandingan jumlah perusahaan dengan penempatan keluarga dalam manajemen.....	54
Tabel 4.4. Statistik Deskriptif.....	55
Tabel 4.5. Hasil Uji Chow.....	60
Tabel 4.6. Hasil Uji Hausman.....	61
Tabel 4.7. Hasil Uji dengan Model <i>Fixed Effect</i>	62
Tabel 4.8. Deskripsi hasil uji <i>t</i>	65

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1.	Perbandingan Pertumbuhan dalam Survei Perusahaan Keluarga di Indonesia dan Dunia.....	3
Gambar 1.2.	Fluktuasi Kurs Rupiah terhadap Dollar AS 31 Desember 2014-31 Desember 2015.....	4
Gambar 2.1.	Kepemilikan Piramida.....	17
Gambar 2.2.	Lintas Kepemilikan.....	19
Gambar 2.3.	Kerangka Pemikiran.....	33
Gambar 3.1.	Contoh kepemilikan keluarga secara tidak langsung.....	42
Gambar3.2.	Contoh kepemilikan keluarga secara langsung dan tidak langsung.....	42

BAB I

PENDAHULUAN

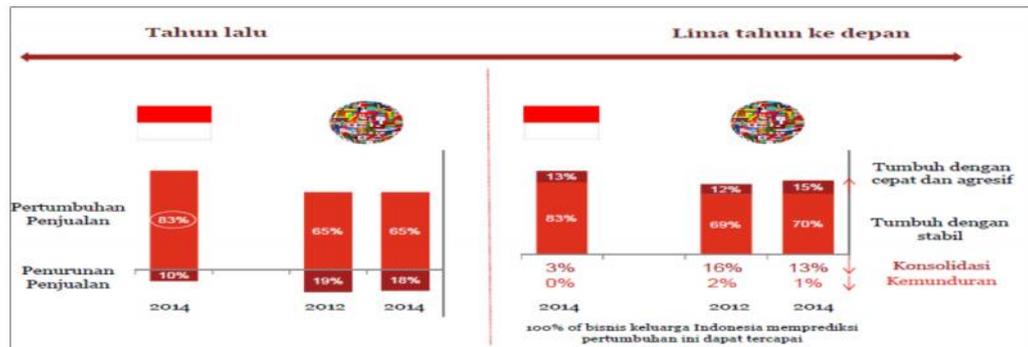
1.1 Latar Belakang

Perusahaan keluarga adalah suatu perusahaan yang mayoritas pemegang sahamnya dan yang menduduki sebagian posisi manajemen adalah keluarga termasuk keturunannya (Rock, 1991). Adapun definisi keluarga adalah orang-orang yang terkait dengan keluarga akibat keturunan ataupun perkawinan (Bork, 1986). Di Indonesia, perusahaan keluarga dominan dibanding perusahaan non-keluarga. Beberapa survei telah menemukan bahwa terjadi dominasi perusahaan keluarga. Riset-riset tersebut diantaranya, Claessens, *et al* (2000) mencatat bahwa 61,7 persen perusahaan yang tercatat di BEI pada 1996 adalah perusahaan keluarga dan menyumbang 21,5 persen *Gross Domestic Product* (GDP). Survei terkini oleh PWC (2014) menyimpulkan bahwa 95 persen bisnis di Indonesia adalah bisnis keluarga dan menyumbang 25 persen GDP. PWC (2014) juga menemukan bahwa perusahaan keluarga pada terdapat pada beberapa sektor perusahaan yang tercatat di BEI, yaitu manufaktur (50%), transportasi (13%), konstruksi (7%), umum (13%), dan lainnya (5%). GDP dapat dilihat dari 2 (dua) perspektif, yaitu perspektif ekonomi mikro dan ekonomi makro.

Menurut Mankiw (2009), GDP dalam perspektif ekonomi mikro menunjukkan aktivitas pembuatan keputusan pada sebuah rumah tangga atau perusahaan dalam

pembuatan keputusan dan berinteraksi dengan pasar baik pasar modal, pasar sumber daya maupun pasar tenaga kerja. Dengan kata lain kontribusi GDP perusahaan keluarga ini merupakan cerminan aktivitas interaksi dalam tatanan ekonomi yang mempengaruhi pergerakan pasar modal, pasar sumber daya, dan pasar tenaga kerja. Dalam perspektif ekonomi makro, GDP merupakan cerminan pendapatan nasional dan pengeluaran nasional secara keseluruhan atau agregat (Mankiw, 2009). Dengan demikian, GDP didefinisikan juga sebagai jumlah produk barang dan jasa yang dihasilkan dalam satu wilayah negara. Oleh sebab itu sumbangan GDP oleh perusahaan keluarga ini tercermin dalam pendapatan nasional.

Berkaitan dengan pasar modal survei PWC (2014) mencatat bahwa dalam kepemilikan perusahaan di seluruh Indonesia, 95% perusahaan yang beroperasi di Indonesia adalah perusahaan keluarga. PWC (2014) juga mendokumentasikan adanya peningkatan kinerja perusahaan keluarga ditandai dengan pertumbuhan penjualan yang lebih cepat dibandingkan dengan kinerja perusahaan keluarga dalam konteks dunia. Secara keseluruhan dunia hanya mencapai pertumbuhan 65% sedangkan Indonesia mampu mencapai 83%. Gambar berikut merupakan grafik yang menggambarkan peran keluarga dalam bisnisnya hingga mampu melakukan pertumbuhan tersebut.



Sumber: PWC (2014)

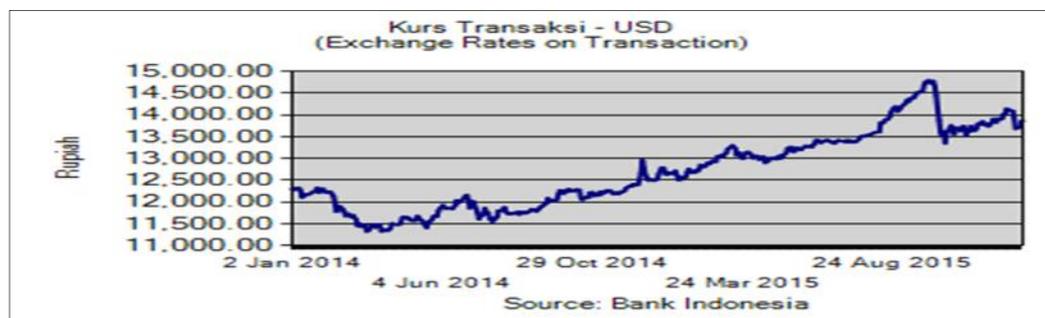
Gambar 1.1. Perbandingan Pertumbuhan dalam Survei Perusahaan Keluarga di Indonesia dan Dunia

Perusahaan keluarga memiliki kelebihan dibanding perusahaan non-keluarga. Kelebihan perusahaan keluarga antara lain, mampu dan penuh tanggung jawab dalam penyediaan lapangan kerja, berupaya keras mempertahankan staf dimasa sulit, memiliki rasa tanggung jawab yang kuat terhadap masyarakat, dan memiliki budaya perusahaan yang cenderung kuat (PWC, 2014).

Beberapa contoh keberhasilan perusahaan keluarga dalam perekonomian nasional adalah sebagaimana dilaporkan Sukirno (2015), Kusuma (2015), dan Rahayu (2016). Sukirno (2016) dalam harian Bisnis *online* melaporkan bahwa PT Sarana Menara Nusantara yang bergerak dibidang persewaan menara ini menunjukkan peningkatan laba hingga 389,8 % pada periode 2014. Laba bersih perusahaan milik keluarga Hartono yang tergabung dalam Grup Djarum ini juga mengalami peningkatan laba bersih 398% yaitu dari laba tahun 2013 sebesar Rp168,51 miliar menjadi Rp840,66 Miliar pada 2014. Kusuma (2015) pada harian *Detik*, mencatat adanya penurunan laba perusahaan keluarga Salim yakni PT. Salim Ivomas Pratama, Tbk. Laba PT. Salim Ivomas Pratama, Tbk menurun dari 568,15 Miliar Rupiah

pada kuartal ketiga tahun 2014 menjadi 74, 375 Miliar Rupiah pada kuartal ketiga tahun 2015. Namun, Rahayu (2016) melaporkan bahwa Sido Muncul sampai kuartal II Tahun 2016 mencapai kenaikan pertumbuhan penjualan menjadi 14,6 persen dibandingkan tahun sebelumnya. Selain itu, laba bersih juga mengalami kenaikan 8% sekaligus menerima *Best of The Best Award the top 50 Companies for 2016* dari Forbes Indonesia.

Perbedaan capaian laba dari beberapa ilustrasi tersebut diindikasikan adanya kondisi perekonomian Indonesia mengalami depresiasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat sebesar 9 persen selama tahun 2014-2015 (Bank Indonesia, 2016). Berikut merupakan gambar yang mengilustrasikan kejadian tersebut.



Sumber: Bank Indonesia, diakses melalui *website* www.bi.go.id

Gambar1.2. Fluktuasi Kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat 31 Desember 2014-31 Desember 2015

Beberapa peneliti juga telah meneliti kinerja perusahaan keluarga pada masa krisis ekonomi yang ditandai dengan berbagai macam kondisi misalnya akibat inflasi, suku bunga, dan depresiasi nilai tukar yang menyebabkan melemahnya daya beli masyarakat sehingga capaian laba perusahaan juga tidak maksimal (Claessens *et*

al (2000, 2002); Lemmon & Lins (2003); Ahmad *et al* (2009); Boubakri *et al* (2010). Mereka menemukan bahwa pada saat menghadapi krisis ekonomi pemegang saham pengendali perusahaan keluarga cenderung melakukan *entrenchment*. *Entrenchment* adalah tindakan pemegang saham pengendali yang menggunakan hak kontrol untuk memenangkan kebijakan atas suara pemegang saham minoritas jika antara keduanya tidak terjadi kesamaan sikap (Fan dan Wong, 2002).

Perusahaan keluarga merupakan salah satu contoh bentuk perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Dalam hal ini kepemilikan saham terkonsentrasi oleh keluarga atau grup perusahaan keluarganya. Hal ini mengakibatkan fungsi kontrol dalam praktik tata kelola perusahaan keluarga seolah hanya memenuhi aturan yang berlaku. Sependapat dengan hal itu, Lemmon dan Lins (2003) mengatakan konsentrasi kepemilikan dalam perusahaan keluarga mengarahkan pengendali untuk mengontrol perusahaan sepenuhnya. Bethel, *et al* (1998) mendefinisikan kontrol perusahaan sebagai kewenangan untuk membuat keputusan perusahaan yang berkaitan dengan operasi dan perencanaan strategis, termasuk alokasi modal, akuisisi dan divestasi, keputusan personil atas, dan pemasaran utama, produksi, dan keputusan keuangan. Dengan karakteristik perusahaan keluarga sesuai definisinya, mengindikasikan bahwa kontrol keluarga yang sangat kuat disisi pemegang saham konsentrasi dan manajemen. Kekuatan kontrol pemegang saham pengendali perusahaan keluarga ini mendorong pergeseran konflik keagenan dari konflik keagenan tipe I (antara agen dan

prinsipal) ke konflik keagenan tipe II (antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas).

Berdasarkan sistem *two-tier* yang digunakan dalam mekanisme tata kelola perusahaan di Indonesia, direktur dan komisaris memiliki peran yang berbeda. direktur sebagai eksekutif perusahaan yang berhak menjalankan perusahaan. Sedangkan dewan komisaris berhak mengawasi tindakan direktur demi kepentingan pemegang saham. Namun, dalam perusahaan keluarga yang seringkali kepemilikan saham, posisi manajemen hingga komisaris dikuasai oleh keluarga. Hal ini menyebabkan kepentingan pemegang saham minoritas (masyarakat dengan kepemilikan saham kurang dari 5%) tidak diperhatikan. Ini merupakan wujud konflik keagenan tipe II tersebut.

Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) menempatkan pemegang saham mayoritas sebagai penentu dalam pemilihan-pemilihan dalam struktur manajemen serta struktur komisaris. Disisi lain, pemegang saham minoritas merupakan investor luar yang keberadaan mereka memiliki peran penting dalam pertumbuhan ekonomi makro. Karena cenderung kurang dalam memperhatikan pemegang saham minoritas, iklim investasi negara yang didominasi oleh jenis usaha yang semacam itu menyebabkan pasar modal menjadi kurang berkembang.

Permasalahan ini juga diperkuat dengan lemahnya perlindungan investor minoritas di Indonesia (Tabalujan, 2002; Sya'bani, 2014). Nam (2004) juga menemukan bahwa Indonesia memiliki pasar yang kurang berkembang dan pasar

yang tidak aktif dalam pengendalian perusahaan. Patrick (2001) juga menyebutkan bahwa Indonesia juga lemah dalam lingkungan kelembagaan sehingga dorongan untuk perlindungan pada investor minoritas menjadi lemah.

Prabowo dan Simpson (2009, 2011) menemukan praktik perusahaan keluarga di Indonesia yaitu anggota keluarga yang memiliki saham dan juga ikut serta dalam manajemen perusahaan. Ahmad *et al* (2009), Prabowo dan Simpson (2009, 2011), dan Sanjaya (2010, 2012) menemukan pengaruh negatif dan signifikan antara kontrol keluarga (kepemilikan keluarga, keterlibatan keluarga dalam dewan dan anggota keluarga menjabat sebagai ketua dewan) dan kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian semakin sedikit kontrol keluarga akan meningkatkan kinerja perusahaan. Namun, Komalasari dan Nor (2014) juga menemukan bahwa kepemilikan menunjukkan pengaruh positif terhadap *return on assets* (ROA). Selain itu, mereka juga menemukan bahwa kepemimpinan keluarga tidak berpengaruh terhadap ROA.

Penelitian ini bermaksud untuk menguji struktur kepemilikan dan kontrol keluarga dalam bentuk keterlibatannya dalam manajemen terhadap kinerja perusahaan.

Berbeda dengan penelitian Komalasari dan Nor (2014) penelitian ini menggunakan keterlibatan atau perwakilan keluarga untuk tujuan kontrol perusahaan dalam manajemen tanpa menggunakan kepemimpinan keluarga dalam perusahaan karena variabel tersebut telah ditemukan tidak signifikan.

Penelitian ini menarik karena (1) perusahaan keluarga adalah area penelitian yang menjanjikan karena beberapa penelitian baik di dalam maupun luar negeri belum memiliki temuan yang konsisten (Morck & Yeung, 2003), (2) Bisnis keluarga memainkan peran penting dalam peningkatan GDP negara namun kurang banyak diteliti dibandingkan objek lainnya dan sangat bermanfaat bagi pengguna eksternal dalam pembuatan keputusan dan (3) karakteristik unik dari perusahaan keluarga yang harus mampu melindungi keluarga sekaligus menjaga hubungan dengan pemegang saham minoritas.

Tabalujan (2002) menemukan tiga aspek tata kelola perusahaan Indonesia sangat rentan terhadap pengaruh nilai-nilai keluarga: (a) gagasan bahwa perusahaan adalah badan hukum yang terpisah dari pemegang saham dan aset tidak termasuk pemegang saham; (b) gagasan akuntabilitas pribadi direksi dan komisaris; dan (c) pelaksanaan pengawasan dan otoritas efektif oleh anggota dewan keluarga setelah anggota dewan keluarga lainnya dalam perusahaan yang sama. Artinya, tata kelola di perusahaan keluarga menjadi sangat penting untuk diteliti sehingga praktik tata kelola yang rentan tersebut dapat diminimalisasi. Berdasarkan penjelasan-penjelasan tersebut, peneliti bermaksud untuk melakukan penelitian dengan judul: **“Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kontrol Keluarga terhadap Kinerja Perusahaan yang Terdaftar di BEI”**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan fakta kontribusi GDP perusahaan keluarga mengalami peningkatan . Berdasarkan hasil survei PWC (2014) yang menyebutkan bahwa adanya kekurangan tenaga profesional (dalam hal ini mengacu pada manajemen (CEO dan direksi), serta kekurangan sumberdaya menjadi hal menarik untuk diteliti. Manajemen adalah elemen penting dalam pengelolaan perusahaan. Manajemen sebagai eksekutif perusahaan bertugas mengendalikan seluruh aktivitas perusahaan agar sesuai dengan tujuan perusahaan. Dalam ranah teori keagenan hal ini manajemen merupakan agen.

Ketersediaan keuangan menjadi keputusan khusus dalam dan struktur modal perusahaan. Struktur modal yang berubah akan menyebabkan perubahan dalam jumlah nilai kapitalisasi pasar (Ross, *et al*, 2009) sehingga ini menarik bagi investor karena berkaitan dengan struktur kepemilikan. Selain itu, karakteristik kepemilikan piramida cenderung menggeser konflik keagenan dari tipe I ke konflik keagenan tipe II. Oleh karenanya, hanya aspek kinerja keuangan yang menjadi fokus bagian dari penelitian ini. Adapun rumusan masalah yang mengacu pada penjelasan ini yaitu

1. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?
2. Apakah kontrol keluarga berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah,

1. Mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, dan

2. Mengetahui pengaruh kontrol keluarga terhadap kinerja perusahaan.

1.4 Kontribusi Penelitian

Kontribusi penelitian ini adalah sebagai berikut.

Kepemilikan perusahaan oleh keluarga adalah struktur kepemilikan yang paling dominan dalam perusahaan yang terdaftar di BEI. Kontribusi jenis perusahaan terhadap perekonomian sangat besar. Namun, mengingat banyaknya permasalahan dalam perusahaan keluarga dan minimnya riset perusahaan keluarga dibanding jenis perusahaan lain, peneliti bermaksud memberikan kontribusi sebagai berikut.

1. Membantu pemegang saham minoritas dalam membuat keputusan investasi pada pasar saham khususnya pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia,
2. Hasil penelitian diharapkan dapat digunakan untuk menjadi bahan pembahasan bagi regulator mengenai regulasi yang paling sesuai dengan karakteristik perusahaan keluarga Indonesia dengan mempertimbangkan kepentingan pemegang saham minoritas, lingkungan dan dampaknya dalam perekonomian nasional, dan
3. Hasil riset ini juga diharapkan dapat menjelaskan aplikasi teori keagenan dalam perusahaan keluarga Indonesia.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Pustaka

Pada subbab ini dijabarkan mengenai teori keagenan yang terdiri dari definisi teori keagenan dan masalah keagenan. Selain itu juga dijabarkan mengenai struktur kepemilikan dan kontrol yang terdiri dari definisi, jenis struktur kepemilikan dan konsekuensi dengan praktik kepemilikan konsentrasi.

2.1.1. Teori Keagenan

Teori Keagenan adalah teori yang membahas perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal (Jensen & Meckling, 1976). Konsekuensi akibat perbedaan kepentingan tersebut menyebabkan manajer (agen) memilih sikap hati-hati dalam pengambilan keputusan perusahaan yang dapat berpengaruh pada perusahaan. Fama dan Jensen (1983) berpendapat bahwa ada kemungkinan manajer menyalahgunakan aset perusahaan untuk kepentingannya sendiri dan mengorbankan pemegang saham. Oleh sebab itulah biaya keagenan mengurangi kinerja perusahaan. Dalam prinsip teori keagenan, dewan komisaris dibentuk untuk mengawasi perusahaan dan melindungi kepentingan pemegang saham (Fama & Jensen, 1983). Berle dan Means (1932) juga telah berpendapat bahwa dalam perusahaan *modern* konflik kepentingan antara manajemen sebagai agen dan investor sebagai prinsipal akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena

struktur kepemilikan pada perusahaan *modern* cenderung menyebar sehingga variasi kepentingan dalam perusahaan semakin banyak.

2.1.2. Konflik Keagenan

Karena konflik keagenan antara agen dan prinsipal ini tidak dapat dihindari maka Scott (2012) berpendapat bahwa teori keagenan adalah bentuk desain kontrak yang paling tepat untuk memadukan kepentingan prinsipal dan agen dalam hal terjadi konflik kepentingan. Untuk menghindari adanya konflik kepentingan beberapa perusahaan memilih menggunakan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Karena semakin tersebar kepemilikannya, variasi kepentingan dalam perusahaan semakin banyak sehingga potensi konflik juga semakin banyak.

Konflik antara pemegang saham dan manajemen akibat kepemilikan dengan jenis struktur kepemilikan yang tersebar disebut konflik keagenan tipe I. Asumsi yang mendasari konflik keagenan tipe I adalah kepemilikan saham yang menyebar sehingga didalam struktur pemegang saham terjadi banyak kepentingan dalam pengelolaan perusahaan. Namun, beberapa pendapat menyatakan bahwa konflik keagenan tipe I ini cenderung tidak membawa masalah yang lebih besar daripada konflik keagenan tipe II, karena dalam konflik keagenan tipe I ini, kepentingan bervariasi namun secara individu persentase kepemilikannya kecil sehingga tidak banyak mempengaruhi manajemen (Wolfenzon, 1999).

Sebaliknya dengan kepemilikan terkonsentrasi, perusahaan menjadi lebih mudah fokus pada tujuan dan menghasilkan nilai perusahaan yang lebih unggul (Berle & Means, 1932). Namun kepemilikan terkonsentrasi cenderung ditemukan lebih banyak masalah dalam berbagai literatur. Konflik yang dikarenakan adanya kepemilikan konsentrasi ini disebut konflik keagenan tipe II.

Konflik keagenan tipe II ini mengacu kepada perbedaan kepentingan antara pemegang saham pengendali (lebih dari 5% kepemilikan) dan pemegang saham minoritas (kurang dari 5% kepemilikan) dalam suatu perusahaan. Salah satu jenis perusahaan yang berpotensi terjadi konflik keagenan tipe II adalah perusahaan keluarga karena pemegang saham pengendali dalam perusahaan ini biasanya keluarga/pendiri perusahaan, sedangkan masyarakat/publik sebagai pemegang saham minoritas.

Disisi lain, konflik keagenan tipe II ini mampu mengurangi konflik keagenan tipe I. Hal ini disebabkan karena manajemen cenderung dikendalikan oleh pemegang saham pengendali, sehingga perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen adalah minimal. Namun demikian, keberadaan konflik keagenan tipe II ini berefek negatif kepada pemegang saham minoritas, yang kebanyakan adalah masyarakat umum.

Dalam kaitannya dengan masalah keagenan ini, *positif accounting theory* (Watts dan Zimmerman, 1986) mengajukan tiga hipotesis, yaitu *bonus plan hypothesis*,

debt covenant hypothesis, dan *political cost hypothesis*. Ketiga hipotesis tersebut secara tidak langsung mengakui tiga bentuk keagenan. Ketiga bentuk keagenan yang dimaksud yaitu antara pemilik dengan manajemen, antara kreditor dengan manajemen, dan antara pemerintah dengan manajemen. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa prinsipal bukan hanya pemilik perusahaan, tetapi juga kreditor, maupun pemerintah.

Konflik keagenan ini juga seringkali menyebabkan praktik yang menyebabkan asimetri informasi antara agen dan prinsipal. Menurut Scott (2012), terdapat dua macam asimetri informasi yaitu:

a) *Adverse selection*

Kondisi ini terjadi manakala manajer serta orang-orang dalam lainnya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan potensi perusahaan dibandingkan investor pihak luar. Dengan kata lain, pihak-pihak tersebut memperoleh informasi lebih banyak dan lengkap dibanding pihak lain yang memiliki kepentingan yang sama. Hal ini tentu akan mempengaruhi pengambilan keputusan yang berbeda antara pihak yang memiliki informasi yang lebih lengkap dan yang tidak.

b) *Moral hazard*

Kondisi ini terjadi jika manajer melakukan suatu yang tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham dan kreditor. Biasanya manajer melakukan tindakan berupa pelanggaran kontrak yang melanggar etika.

Tindakan-tindakan yang muncul dalam perusahaan sebagai konsekuensi penerapan teori Keagenan ini muncul karena beberapa sifat manusia yang mendorong perilakunya. Menurut Eisenhardt (1989) menyatakan ada tiga asumsi sifat manusia yang bekerja dalam penerapan teori Keagenan. Ketiga sifat manusia tersebut adalah bahwa teori Keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu:

a. Asumsi tentang sifat manusia

Asumsi ini terbentuk akibat sifat dasar manusia yang cenderung untuk mementingkan diri sendiri, memiliki keterbatasan rasionalitas, dan tidak menyukai risiko.

b. Asumsi tentang keorganisasian

Asumsi ini menyatakan bahwa manusia memiliki sifat sebagai makhluk sosial yang memerlukan untuk berhubungan dengan orang lain, salah satunya dengan bekerja sama dalam suatu organisasi. Sifat dasar sebagai makhluk sosial dalam berorganisasi biasanya timbul konflik antar anggota organisasi.

c. Asumsi tentang informasi

Asumsi terakhir ini muncul karena menganggap informasi sebagai suatu hal yang sangat penting dan merupakan komoditi. Akibatnya, informasi mempengaruhi rasionalitas sebagai pelaku ekonomi.

2.1.3. Struktur Kepemilikan dan Kontrol

Pada subbab ini dijabarkan mengenai struktur kepemilikan dan kontrol keluarga yang menjadi variabel independen dalam penelitian ini.

2.1.3.1. Struktur Kepemilikan

Pada subbab ini dijabarkan mengenai definisi dan jenis struktur kepemilikan serta mengenai kepemilikan konsentrasi.

2.1.3.1.1. Definisi Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan struktur yang menjelaskan banyaknya saham dimiliki oleh seseorang atau badan hukum dalam suatu perusahaan. Kepemilikan saham dalam suatu perusahaan juga menjelaskan struktur modal yang dimiliki suatu perusahaan (Ross, *et al*, 2009). Orang pribadi atau badan hukum yang memiliki saham dalam perusahaan disebut pemegang saham. Menurut UU PT (2007) pemegang saham memiliki hak-hak sebagai berikut.

- a) Hak untuk ikut serta dalam pengelolaan perusahaan. Termasuk memilih anggota direksi dengan hak suara yang proporsional dengan hak kepemilikan sahamnya di dalam perusahaan, dan hak untuk memperoleh laporan keuangan perusahaan dan menentukan kebijakan-kebijakan strategis perusahaan.
- b) Hak untuk mendapatkan pembagian laba dalam bentuk dividen yang dibagikan oleh perusahaan.
- c) Hak untuk mendapatkan pembagian aktiva bersih perusahaan. Meliputi hak untuk membagi dividen dan hak memperoleh pembayaran kembali atas penyertaan modalnya apabila perusahaan harus dibubarkan atau dilikuidasi.
- d) Hak untuk mengubah akte pendirian, anggaran dasar dan rumah tangga perusahaan. Meliputi hak untuk memberikan persetujuan atas perubahan-perubahan akte pendirian, anggaran dasar dan rumah tangga perusahaan, dan hak untuk mempertahankan rasio kepemilikan sahamnya di perusahaan.
- e) Hak untuk dapat mempertahankan jumlah relatif saham yang dimiliki melalui pembelian saham-saham baru yang diterbitkan oleh perusahaan yang disebut *preemptive right*. Yang memungkinkan seorang pemegang saham untuk membeli sejumlah saham tambahan dalam hal perusahaan melakukan emisi atau menerbitkan saham baru. Sebagai akibatnya, rasio kepemilikan saham tidak bisa dikurangi sebagai akibat dari penerbitan saham-saham baru yang dilakukan oleh perusahaan, kecuali pemegang saham tidak menggunakan haknya untuk membeli saham baru.

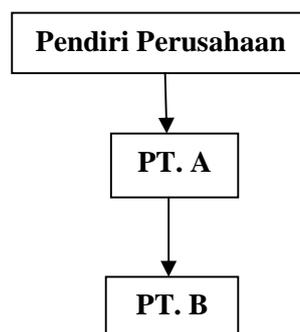
Berdasarkan karakteristik struktur kepemilikannya, perusahaan keluarga termasuk dalam struktur kepemilikan konsentrasi yang terdiri dari pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Berikut dijabarkan model struktur kepemilikan dalam jenis kepemilikan konsentrasi.

2.1.3.1.2. Model Mekanisme Kepemilikan Konsentrasi

Ada dua mekanisme yang lazim digunakan pemegang saham pengendali untuk mengendalikan suatu perusahaan melalui perusahaan lain yaitu kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan.

a. Kepemilikan Piramida

Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik melalui perusahaan publik maupun perusahaan nonpublik. Gambar berikut merupakan ilustrasi kepemilikan piramida yang dikembangkan oleh Wolfenzon (1999).



Gambar 2.1. Kepemilikan Piramida

Gambar 2.1 tersebut menjelaskan bahwa pendiri perusahaan yang mendirikan PT. A kemudian mendirikan PT. B. Dengan model semacam ini, Wolfenzon (1999)

berpendapat bahwa pendiri perusahaan dapat mengoptimalkan pengendalian PT.B dengan melakukan ekspropriasi PT. B melalui struktur kepemilikannya.

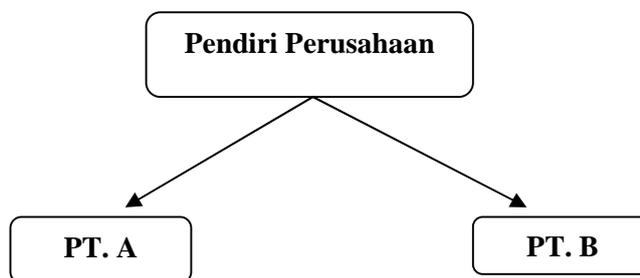
Ekspropriasi adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al*, 2000). Model seperti ini terjadi biasanya PT.B merupakan anak perusahaan PT. A. Keuntungan kepemilikan piramida disebutkan oleh Wolfenzon (1999) yaitu jika terjadi sebaran kepemilikan yang tinggi pada PT.B, membuka kesempatan bagi pemegang saham konsentrasi untuk mengekspropriasinya. Struktur kepemilikan piramida biasanya juga menarik untuk negara dengan perlindungan pemegang saham minoritas yang lemah (Wolfenzon, 1999; Laporta, *et al*, 1999). Bentuk kepemilikan piramida seperti ini cenderung terjadi pada perusahaan keluarga yang mana pemegang saham pengendali dari keluarga akan mudah mendapatkan manfaat pribadi (Almeida & Wolfenzon, 2006).

La Porta, *et al* (1999) melaporkan bahwa kepemilikan piramida ini paling lazim di negara berkembang. Claessens *et al* (2000) menemukan kepemilikan piramida paling tinggi terjadi di Indonesia (67%) dan Singapura (55%). Biasanya dengan struktur kepemilikan piramida ini pisah batas hak kontrolnya adalah 20%.

Beberapa fakta ditemukan berbeda-beda dalam praktik hak kontrol perusahaan kepemilikan piramida. Pisah batas hak kontrol yang paling tinggi terjadi di Belgia (79%), Israel (53%), dan Swedia (53%) (La Porta, *et al*, 1999). Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa kepemilikan piramida paling tinggi terjadi di Norwegia (34%) dan Belgia (25%) pada pisah batas hak kontrol 20%.

b. Lintas Kepemilikan

Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya. Gambar 2.2 dibawah ini merupakan model lintas kepemilikan yang juga dikembangkan oleh Wolfenzon (1999).



Gambar 2.2. Lintas Kepemilikan

Gambar 2.2 tersebut menjelaskan bahwa pendiri perusahaan mendirikan PT. A dan PT. B. Perbedaan mendasar dari model ini dan model sebelumnya adalah pada distribusi nilai perusahaan (Wolfenzon, 1999). Model kepemilikan piramida nilai perusahaan terdistribusi pada pemegang saham PT. A karena PT. B merupakan anak perusahaan PT. A. Sedangkan dalam model ini, nilai perusahaan terdistribusi pada pendiri perusahaan karena di dalam model ini, PT. B adalah perusahaan yang independen dari kepemilikan PT. A (Almeida & Wolfenzon, 2006).

Keuntungan menggunakan model lintas kepemilikan ini adalah jika sebaran kepemilikan rendah, pada salah satu perusahaannya, pendiri perusahaan akan tetap mampu menjaga nilai perusahaan untuk dirinya karena nilai perusahaannya tetap

positif (Wolfenzon, 1999). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model lintas kepemilikan mengharapkan sebaran yang rendah dan cenderung terjadi pada negara yang memiliki perlindungan pemegang saham minoritas yang tinggi (Almeida & Wolfenzon, 2006). La Porta *et al* (1999) menyatakan bahwa hanya sebanyak 3% kepemilikan perusahaan publik adalah lintas kepemilikan. Claessens *et al* (2000) menemukan praktik lintas kepemilikan di Asia hanya 10% kepemilikan perusahaan publik. Sedangkan Faccio dan Lang (2002) menemukan perusahaan publik di Eropa hanya 1%. Di Eropa khususnya negara Jerman dan Austria terjadi lintas kepemilikan yang tinggi masing-masing 20% dan 15% (Laporta, *et al*, 1999).

2.1.3.2. Kepemilikan Terkonsentrasi dan Konsekuensinya

Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, ada pemegang saham besar yang mengendalikan perusahaan yang dinamai pemegang saham pengendali. La Porta *et al* (1999), Claessens *et al* (2000), serta Faccio dan Lang (2002) mengklasifikasi pemegang saham pengendali menjadi lima, yaitu keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lainnya (seperti investor asing, koperasi, dan karyawan). Pemegang saham pengendali adalah individu, keluarga, atau institusi yang memiliki kontrol terhadap sebuah perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung pada tingkat pisah batas hak kontrol tertentu (Claessens *et al*, 2000). Adanya pemegang saham pengendali berarti ada konsentrasi kepemilikan dalam pihak tertentu.

Perusahaan keluarga dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi (terkendali) hanya pada pihak tertentu diharapkan mampu mengurangi biaya keagenan. Namun, Barclay dan Hoderness (1989) menyebutkan bahwa kepemilikan keluarga yang terlalu dominan mengurangi kemampuan memperoleh investor dari pihak luar dan menurunkan nilai pasar.

Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga, biasanya terlihat dari adanya anggota keluarga yang memiliki jabatan di jajaran manajemen puncak perusahaan. Selain itu, dalam perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi pada keluarga, biasanya terjadi transfer pengalaman dan pengetahuan dari generasi satu ke generasi penerusnya (Komalasari & Nor, 2014). Ini dimaksudkan untuk melakukan hak kendali atas perusahaan tersebut. Penempatan orang dengan hubungan atau afiliasi yang istimewa antara pemegang saham dan manajemen ataupun dengan komisaris adalah upaya pemegang saham untuk mengendalikan pemegang saham. Berdasarkan Peraturan OJK Tahun 2016 yang menggantikan UU Pasar Modal Tahun 1995, afiliasi dapat didefinisikan sebagai aktivitas dalam hal hubungan dengan transaksi sebagai berikut:

- a. hubungan keluarga karena perkawinan dan keturunan sampai derajat kedua, baik secara horizontal maupun vertikal;
- b. hubungan antara Pihak dengan pegawai, direktur, atau komisaris dari Pihak tersebut;
- c. hubungan antara 2 (dua) perusahaan dimana terdapat 1 (satu) atau lebih anggota direksi atau dewan komisaris yang sama;
- d. hubungan antara perusahaan dan Pihak, baik langsung maupun tidak langsung, mengendalikan atau dikendalikan oleh perusahaan tersebut;
- e. hubungan antara 2 (dua) perusahaan yang dikendalikan, baik langsung maupun tidak langsung, oleh Pihak yang sama; atau
- f. hubungan antara perusahaan dan pemegang saham utama.

2.1.3.4. Kontrol

Kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al*, 1999). Sedangkan Du dan Dei (2002) mendefinisikan kontrol sebagai hak pemegang saham biasa untuk melakukan pemilihan atas dewan direktur beserta kebijakan-kebijakan perusahaan seperti dalam hal penerbitan sekuritas, pemecahan saham, dan perubahan-perubahan substansial dalam operasi perusahaan.

La Porta *et al* (1999) membagi jenis kontrol menjadi dua yaitu hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan (La Porta *et al*, 1999). Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa hak kontrol adalah penjumlahan hubungan paling lemah dalam setiap rantai kepemilikan. Contoh, Keluarga B memiliki saham PT.ABC sebanyak 25% kepemilikan. Sedangkan PT. ABC memiliki saham sebanyak 20% kepemilikan PT. XYZ. Oleh karenanya Keluarga B memperoleh hak kontrol secara langsung pada PT. ABC sebanyak 25%, dan kontrol tidak langsung pada PT. XYZ sebanyak 5 % (25%-20%) sebagai bentuk rantai terlemah tersebut.

Bentuk hak kontrol yang lain adalah berupa hak aliran kas. Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan. Hak kontrol juga

merupakan hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan. Deviasi hak aliran kas dari hak kontrol dinamai *cash flow right leverage*. *Cash flow right leverage* menunjukkan terjadinya peningkatan kontrol melalui berbagai mekanisme seperti kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan (La Porta *et al*, 1999).

Dengan dominasi kontrol oleh pemegang saham pengendali dalam perusahaan keluarga menimbulkan masalah mengenai perlindungan hak bagi investor minoritas (kepemilikan saham kurang dari 5 persen). La Porta *et al* (1999) dan Claessens *et al* (2000) mengemukakan masalah keagenan yang harus diperhatikan dalam perusahaan modern adalah masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan minoritas terutama di negara-negara yang sedang berkembang.

Claessen *et al* (2000) memperlihatkan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas dengan data asia, La Porta *et al* (2002), Claessens *et al* (2002), Burkart *et al* (2003), Joh (2003) menyebutkan adanya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas baik langsung atau tidak langsung. Laporta *et al* (2000) menyebutkan bahwa ekspropriasi secara umum berkaitan dengan konflik keagenan sebagaimana didefinisikan oleh Jensen dan Meckling (1976).

Ekspropriasi biasanya merupakan semacam “tambahan penghasilan” bagi manajer dalam kaitannya dengan laba perusahaan. Jika dikembangkan dalam jenis perusahaan dengan kepemilikan konsentrasi seperti halnya dalam perusahaan keluarga tersebut, pelaku tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham internal

meluas tidak hanya oleh manajemen namun juga oleh pemegang saham pengendali. Ekspropriasi dapat terjadi dan meningkat jika terjadi *entrenchment*.

Entrenchment adalah tindakan pemegang saham pengendali yang menggunakan hak kontrol untuk memenangkan kebijakan atas suara pemegang saham minoritas jika antara keduanya tidak terjadi kesamaan sikap (Fan dan Wong, 2002). Dalam perusahaan konsentrasi kepemilikan dan manajemen cenderung dikuasai oleh keluarga dapat membuka peluang bagi *insider* melakukan lebih banyak ekspropriasi dalam berbagai bentuk. Adapun bentuk tindakan ekspropriasi adalah sebagai berikut (Laporta *et al*, 1999)

- (1) kebijakan operasi perusahaan, misalnya menetapkan gaji dan tunjangan yang tinggi serta bonus dan kompensasi yang besar dan juga menganggarkan dana pensiun yang tinggi bagi manajemen, dan kebijakan tidak membagikan dividen,
- (2) kebijakan kontrak yaitu melakukan praktik harga transfer yang lebih murah kepada perusahaan yang berada dalam pengendalinya, atau melakukan penjualan aktiva kepada pihak lain dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar, dan menerbitkan surat hutang dengan motif tertentu,
- (3) kebijakan penjualan kontrol yaitu melakukan tindakan menjual hak kontrol yang dimilikinya kepada pihak lain dengan harga premium, dan
- (4) kebijakan pembekuan yaitu tindakan menjual saham perusahaan kepada pihak lain yang juga terkait dengan pemegang saham pengendali dengan harga yang lebih murah dari harga pasar.

La Porta *et al* (2000) berpendapat praktek tata kelola untuk memproteksi pemegang saham minoritas menjadi sangat penting. Wolfenzon (1999) menyatakan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar kepada investor luar perlu menerapkan tata kelola untuk meningkatkan kewenangan yang dimiliki para pemegang saham publik dalam rangka menyeimbangkan pihak manajemen. Sedangkan perusahaan dengan struktur kepemilikan yang memiliki kontrol pada beberapa pemegang saham perlu menerapkan tata kelola untuk meminimalkan potensi konflik kepentingan yang timbul antara pengendali perusahaan dan investor luar yang biasanya merupakan investor minoritas.

2.1.4. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah ukuran seberapa efisien dan efektif sebuah organisasi atau seorang manajer untuk mencapai tujuan yang memadai (Stoner, *et al*, 1996). Kinerja perusahaan mencerminkan tanggung jawab manajemen selaku agen kepada investor selaku prinsipal. Ukuran kinerja yang paling mendekati tepat untuk memproyeksikan *return* investor adalah kinerja keuangan (Shleifer & Vishny, 1997). Oleh karenanya, dalam penelitian ini menggunakan ukuran kinerja keuangan.

Tujuan perusahaan adalah mencari laba sehingga ukuran kinerja keuangan perusahaan dapat menggunakan profitabilitas. Ada beberapa macam ukuran profitabilitas misalnya menggunakan ukuran *return on investment* (ROI), *return on equity* (ROE), Tobins-Q, dan *return on assets* (ROA). Dalam penelitian ini ukuran

kinerja perusahaan dipilih menggunakan ROA. Pemilihan ROA sebagai ukuran profitabilitas didasarkan pada Joh (2003). Joh (2003) menyatakan bahwa ukuran kapitalisasi pasar tidak tepat digunakan untuk negara berkembang. Dalam risetnya di perusahaan keluarga di Korea Selatan, Joh (2003) menemukan bahwa perusahaan keluarga di negara berkembang cenderung memiliki mekanisme tata kelola yang cenderung lebih rendah sehingga tidak tepat mengukur profitabilitas menggunakan ukuran yang berbasis pasar modal.

2.2. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Berikut merupakan penjelasan mengenai beberapa penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian ini serta pengembangan hipotesisnya.

2.2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu pernah membahas mengenai perusahaan keluarga diantaranya Villalonga dan Amit (2006), Prabowo dan Simpson (2009), Navarro *et al* (2011), Sanjaya (2012), dan Komalasari dan Nor (2014). Berikut merupakan jabaran dari masing-masing penelitian tersebut. Villalonga dan Amit (2006) menemukan bahwa kepemilikan keluarga dapat menciptakan nilai perusahaan yang lebih baik jika pendiri perusahaan merupakan *Chief Executive Officer* (CEO) atau merupakan direktur yang memiliki CEO dari luar keluarga. Dengan demikian porsi anggota keluarga baik berposisi sebagai CEO ataupun direksi mencerminkan kendali keluarga atas kepemilikannya dalam perusahaan.

Prabowo dan Simpson (2009) menemukan bahwa anggota keluarga dari pemegang saham pengendali yang berposisi sebagai direktur berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan di Indonesia. Demikian juga anggota keluarga yang secara langsung memiliki saham dalam perusahaan dan sekaligus menjadi direktur ataupun komisaris juga ditemukan pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Mereka menggunakan ukuran kinerja perusahaan menggunakan ROA.

Navarro *et al* (2011) meneliti perusahaan keluarga yang bergerak di bidang nonkeuangan di Spanyol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan karena faktor kontrol keluarga terjadi lebih dominan mempengaruhi kinerja. Kontrol keluarga diukur dengan model konstruk yang terdiri dari tiga pengukuran yaitu dengan ukuran *dummy* untuk masing-masing proksi yaitu CEO dari keluarga, anggota keluarga yang merupakan pemegang saham utama grup sekaligus sebagai CEO atau manajemen, serta keluarga yang merupakan pemegang saham pengendali dari perusahaan anak sekaligus sebagai manajemen. Kontrol keluarga dari ketiga ukuran dalam konstruk tersebut ditemukan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Sanjaya (2012) menemukan bahwa kepemilikan langsung dan tidak langsung oleh anggota keluarga dalam perusahaan non keuangan di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan dengan ukuran ROA. Hasil studinya mengindikasikan bahwa

tingginya kepemilikan keluarga mendorong kinerja yang lebih rendah. Menurut Sanjaya (2012) terjadinya hal yang demikian adalah karena faktor *entrenchment* yang lebih mendominasi dari pada *alignment* dalam tata kelola perusahaan.

Komalasari dan Nor (2014) menguji pengaruh kepemilikan keluarga, kepemimpinan keluarga dan perwakilan keluarga dalam pengaruhnya terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar di Indonesia. Hasil menunjukkan bahwa dalam kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA, hanya kepemimpinan keluarga yang tidak berpengaruh signifikan dalam kinerja perusahaan. Namun dalam kinerja pasar yang diukur dengan Tobin's Q dengan menghitung nilai pasar saham dibagi total aset, kepemimpinan berpengaruh negatif. Sedangkan kepemilikan keluarga dan perwakilan keluarga dalam manajemen tidak berpengaruh signifikan dalam kinerja pasar. Kemungkinan sebab tidak berpengaruh signifikannya kepemilikan keluarga dan perwakilan keluarga adalah karena nilai pasar saham banyak dipengaruhi faktor lain sedangkan kinerja keuangan banyak dipengaruhi oleh tata kelola dalam perusahaan. Dalam kesimpulannya, Komalasari dan Nor (2014) menyebutkan bahwa perusahaan keluarga yang memiliki pemegang saham pengendali yang kuat cenderung memperhatikan kinerja perusahaan dan keinginannya untuk meningkatkan kesejahteraan dengan berperan serta dalam manajemen.

2.2.2. Pengembangan Hipotesis

Penjelasan berikut merupakan pengembangan hipotesis antara struktur kepemilikan dan kontrol keluarga terhadap kinerja perusahaan. Shleifer dan Vishny (1997) menemukan kaitan tata kelola dengan mekanisme untuk mendorong keyakinan investor dalam memperoleh *return* yang sesuai dengan investasi yang telah dilakukan.

2.2.2.1. Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Mengacu pada teori keagenan dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi, konflik keagenan yang timbul dari sistem tersebut adalah konflik antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Konflik ini disebut dengan konflik keagenan tipe II. Konflik keagenan tipe II ini menjadi masalah kelembagaan baru bagi perusahaan dengan struktur kepemilikan piramida karena pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol dalam beberapa aktivitas (Almeida & Wolfenzon, 2006). Beberapa studi telah menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi cenderung terjadi pada negara dengan sistem perlindungan investor yang lemah (La Porta, *et al*, 1999 dan 2000). Hal ini disebabkan karena kepemilikan keluarga pada suatu perusahaan dapat menimbulkan keinginan untuk mengambil manfaat pribadi dibandingkan untuk membagi keuntungan perusahaan untuk kepentingan bersama (Claessens, *et al*, 2002; Lemmon & Lins, 2003; Villalonga & Amit, 2006). Dengan demikian, kepemilikan terkonsentrasi juga menciptakan kondisi untuk masalah lembaga baru karena kepentingan bagi pemegang saham minoritas menjadi lemah (Claessens, *et al*, 2002).

Sanjaya (2010) juga menyebutkan bahwa Indonesia merupakan negara yang menganut hukum *civil*. Menurut Johnson *et al* (2000) hukum *civil* tersebut cenderung mengatur kepentingan individu dan biasanya ditemukan perlindungan yang lemah bagi pemegang saham minoritas dalam salah satu aplikasinya.

Tabalujan (2002) dan Sya'bani (2014) juga mencatat bahwa Indonesia merupakan salah satu negara dengan sistem perlindungan investor yang lemah. Indikasi lemahnya perlindungan terhadap investor minoritas adalah saat terjadi konsentrasi kepemilikan dan ekspropriasi oleh pengendali. Pengendali dalam perusahaan keluarga adalah anggota keluarga yang memiliki saham mayoritas sebagai pengendali dan biasanya juga menempatkan anggota keluarga lainnya diposisi komisaris dan manajemen. Dengan demikian, pengendali akan mudah melakukan pengalihan pendanaan untuk kepentingan “tambahan penghasilan” dengan tujuan optimalisasi manfaat pribadi.

Konflik yang dikenal dengan masalah keagenan tipe II ini telah dibenarkan beberapa peneliti diantaranya, Claessens *et al* (2000, 2002), Lemmon dan Lins (2003), Prabowo dan Simpson (2009, 2011), Ahmad *et al* (2009), serta Sanjaya (2010, 2012). Mereka telah menemukan bahwa konflik antara pemegang saham pengendali dan minoritas tersebut muncul dengan bentuk *entrenchment effect*. *Entrenchment effect* yang dilakukan pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas dibuktikan dengan hasil penelitian mereka yang menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan.

Beberapa peneliti tersebut juga menyebutkan bahwa *entrenchment effect* biasanya dilatarbelakangi dengan kondisi perekonomian yang mengalami masa sulit misalnya terjadinya inflasi yang tinggi, depresiasi mata uang, krisis moneter dan lain sebagainya yang menyulitkan perusahaan mencapai target laba (Claessens *et al*, 2000, 2002; Lemmon & Lins, 2000; Ahmad *et al* (2009); Prabowo & Simpson, 2009, 2011; dan Boubakri *et al*, 2010).

Pada tahun observasi dalam penelitian ini, kondisi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat mengalami depresiasi. Jika dihubungkan dengan kemampuan finansial perusahaan dalam membiayai produksi yang berkaitan dengan pembayaran dengan mata uang asing, dapat diprediksikan bahwa perusahaan mengalami kesulitan dalam pencapaian target keuangan misalnya dalam hal penjualan dan laba perusahaan.

Berdasarkan teori, studi empiris sebelumnya serta kondisi perekonomian selama tahun observasi ini dapat disusun hipotesis yaitu bahwa

H₁: Struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan

2.2.2.2. Kontrol Keluarga dan Kinerja perusahaan

Beberapa peneliti membahas mengenai konflik dalam manajemen perusahaan keluarga. Sebagian besar mereka mempermasalahkan kebutuhan sumberdaya perusahaan yang ditandingkan dengan hubungannya dengan keluarga. Tabalujan (2002) mencatat konsentrasi kepemilikan oleh keluarga di Indonesia mengarahkan

dan mendukung agar anggota keluarganya menduduki posisi direksi perusahaan. Penguasaan anggota keluarga dalam manajemen menunjukkan praktik ekspropriasi. Bentuk ekspropriasi dalam struktur manajemen yaitu dengan adanya pemilihan struktur manajemen oleh “orang dalam” yang mendorong perilaku tertentu. Salah satunya adalah perilaku oportunistik. Perilaku oportunistik anggota keluarga mengurangi efisiensi perusahaan. Perilaku oportunistik manajer juga menggambarkan diskreasi manajer dalam tindakan meningkatkan kesejahteraan perusahaan dan motif insentif pribadi (Jensen & Meckling, 1976). Motivasi insentif pribadi bagi pemegang saham pengendali terjadi akibat konflik keagenan tipe II yang mendorongnya untuk melakukan suatu tindakan agar dapat memperoleh insentif tersebut dalam kondisi apapun (Almeida & Wolfenzon, 2006). Pada saat kondisi ekonomi negara mengalami penurunan akibat krisis, pemegang saham pengendali cenderung tidak tertarik pada target laba sehingga memilih melakukan *entrenchment* (Claessens *et al*, 2000; Lemmon & Lins, 2006). Selain itu, kondisi perusahaan yang kurang menguntungkan akibat krisis, mendorong anggota keluarga dalam manajemen tidak berfokus pada kepuasan pencapaian tujuan finansial perusahaan (Sciascia & Mazzola, 2008).

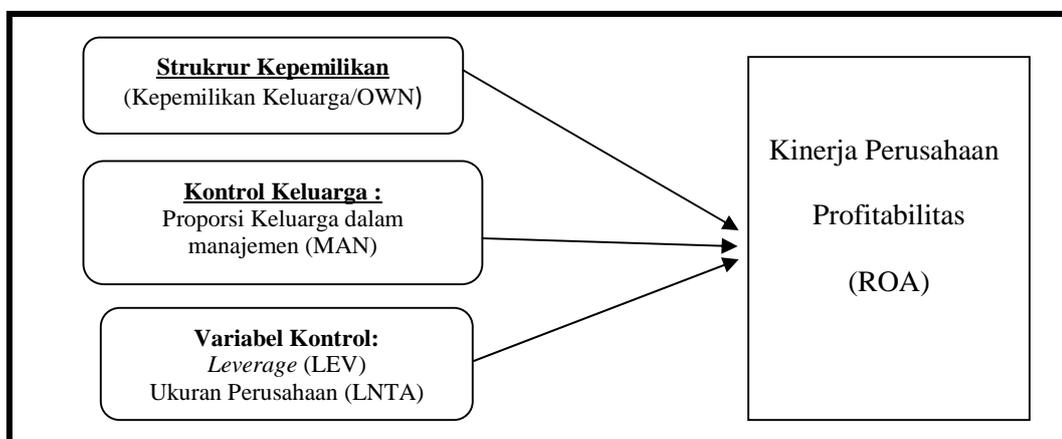
Yeh *et al* (2001) juga menemukan bahwa semakin tinggi kontrol keluarga dalam manajemen mendorong kinerja yang semakin tinggi namun menimbulkan konflik antara pemegang saham pengendali dan minoritas. Hal ini disebabkan karena semakin besar kontrol keluarga mampu mempengaruhi pembuatan keputusan dalam perusahaan.

Andres (2007) mencatat bahwa perilaku manajemen perusahaan keluarga seringkali mempertahankan pemimpin yang sudah tidak kompeten lagi sehingga menghambat perekrutan manajemen yang lebih kompeten dan profesional, hal ini menghambat tercapainya laba yang tinggi, laba yang rendah menunjukkan tingkat profitabilitas perusahaan yang rendah. Selain itu, Yeh dan Woitdtk (2005) juga mencatat bahwa saat direksi perusahaan hanya terbatas bagi anggota keluarga, akan berdampak buruk bagi perusahaan. Navarro *et al* (2011) juga menemukan bahwa kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Dalam hal kasus di Indonesia, Prabowo dan Simpson (2009, 2011) serta Komalasari dan Nor (2014) juga menemukan bahwa perwakilan keluarga dalam manajemen perusahaan keluarga berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan. Dengan demikian proporsi keluarga dalam keterlibatannya dalam manajemen dalam kaitannya dengan kinerja dapat dihipotesiskan sebagai berikut.

H₂: Kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan

2.2 Kerangka Pemikiran

Berikut merupakan skema kerangka pemikiran dalam penelitian ini.



Gambar 2.3. Kerangka Pemikiran

Kinerja Perusahaan yang diproksikan kinerja keuangan dengan notasi ROA merupakan variabel dependen. Sedangkan variabel independen dalam kerangka pemikiran ini adalah struktur kepemilikan yang diproksikan dengan kepemilikan keluarga dengan notasi OWN dan kontrol keluarga yang diproksikan dengan proporsi keluarga dalam struktur direksi manajemen dengan notasi MAN. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aset dengan notasi LNTA dan hutang perusahaan dengan proksi *leverage* dengan notasi LEV.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Pada subbab ini dijabarkan mengenai definisi populasi, sampel, dan kriteria pemilihan sampel dalam desain penelitian ini.

3.1.1 Populasi

Populasi adalah kumpulan dari keseluruhan elemen yang akan ditarik kesimpulan (Cooper & Schinder, 2006). Dalam penelitian ini populasinya adalah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

3.1.2 Sampel

Sampel adalah elemen sebuah populasi yang akan diambil kesimpulannya dan mencerminkan kondisi populasinya (Cooper & Schinder, 2006). Sampel dalam penelitian ini dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*.

3.1.2.1. Pemilihan Sampel

Dalam penelitian ini menggunakan teknik pemilihan sampel (*sampling technique*) yaitu dengan metode *purposive sampling* atau *judgement sampling*. Metode *purposive sampling* atau *judgement sampling* adalah teknik pengambilan sampel dengan memenuhi kriteria tertentu (Cooper & Schinder, 2006). Adapun

kriteria pengambilan sampel dan sampel yang diperoleh berdasarkan kriteria tersebut adalah sebagai berikut.

Tabel 3.1. Sampel Penelitian

Keterangan	2014	2015
Populasi (Perusahaan yang terdaftar di BEI)	508	523
Dikurangi:		
Perusahaan yang bergerak di bidang Perbankan, kredit/ <i>leasing</i> , asuransi, investasi, dan sekuritas)	(97)	(100)
Perusahaan dengan jenis Penanaman Modal Asing (PMA)	(70)	(71)
Perusahaan yang dimiliki oleh Pemerintah	(18)	(19)
Perusahaan yang bukan merupakan perusahaan keluarga	(63)	(61)
Perusahaan keluarga	260	272
Saldo laba negatif	(43)	(75)
Data tidak lengkap dan/atau tidak tersedia	(14)	(25)
Sampel	203	172
Jumlah observasi	375	

Sumber: Data observasi

Berdasarkan hasil observasi pada pemilihan sampel tersebut dapat diketahui bahwa pada Tahun 2014 ditemukan sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 203 perusahaan keluarga. Sedangkan pada Tahun 2015, ditemukan sebanyak 172 perusahaan keluarga yang sesuai dengan kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini. Dengan demikian jumlah observasi dalam penelitian ini untuk kurun waktu selama 2 tahun yaitu tahun 2014 dan 2015 adalah sebanyak 375 perusahaan observasi. Saldo laba negatif dikeluarkan dalam kriteria sampel dengan asumsi bahwa saldo laba negatif merupakan bentuk ketidakmampuan perusahaan dalam pemenuhan asumsi *going concern* yang dapat mempengaruhi keputusan investor (Scott, 2012).

3.2 Persamaan penelitian

Berdasarkan hipotesis yang telah dibangun dan penjelasan variabel-variabel dalam bab sebelumnya, dapat dirumuskan persamaan model penelitian sebagai berikut.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 OWN + \beta_2 MAN + \beta_3 LNTA + \beta_4 LEV + \epsilon$$

Keterangan

Simbol/ Akronim	Keterangan	Simbol/ Akronim	Keterangan
	Konstanta	MAN	Proporsi manajer yang berafiliasi di posisi manajer terhadap jumlah manajer
ROA	Koefisien Kinerja Perusahaan	LEV	Proksi Hutang (<i>Leverage</i>)
OWN	Kepemilikan keluarga	LNTA	Proksi Ukuran Perusahaan
		ϵ	Error

3.3 Variabel Penelitian dan Data

Pada subbab ini dijelaskan mengenai variabel dependen, independen, kontrol, definisi operasional dan teknik pengumpulan data.

3.3.1.1 Variabel independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan, kontrol keluarga. Adapun rincian proksi masing-masing variabel independen adalah sebagai berikut. yang di proksikan dengan 3 jenis proksi antara lain sebagai berikut.

3.3.1.1.1 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan yang dimaksud adalah kepemilikan keluarga. Dengan mengacu bahwa kepemilikan keluarga dicerminkan sebagai kepemilikan

pengendali dalam struktur piramida dan berdasarkan beberapa riset terdahulu, kriteria kepemilikan keluarga adalah sebagai berikut.

1. Villalonga dan Amit (2006) dan Claessens *et al* (2000) menggunakan kriteria kepemilikan keluarga sebesar minimal 5%,
2. Faccio dan Lang (2002); Ahmad, *et al* (2009); Prabowo dan Simpson (2009, 2011); Sanjaya (2010, 2012); serta Komalasari dan Nor (2014) memilih menggunakan persentase kepemilikan keluarga dengan nilai minimal 20%, dan
3. Andres (2007) menyebutkan klasifikasi kepemilikan keluarga minimal 25% kepemilikan saham dan apabila kurang dari 25% biasanya terlihat dengan adanya penempatan anggota keluarga dalam direksi ataupun komisaris.

Dalam penelitian ini dipilih menggunakan kriteria yang diusulkan Villalonga dan Amit (2006) dan Claessens *et al* (2000) karena dapat melibatkan bentuk kepemilikan keluarga dengan skema kepemilikan secara tidak langsung dan dapat menambah tingkat representasi sampel. Selain itu, ketentuan OJK (2016) Pasal 1 disebutkan bahwa yang disebut sebagai pemegang saham pengendali adalah kepemilikan minimal 20% atau kurang dari 20% namun tercatat sebagai pemegang saham pengendali. Karena alasan ini, kepemilikan keluarga yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai kepemilikan sebesar minimal 5%. Dengan demikian, penelitian ini berbeda dengan kriteria yang digunakan oleh peneliti perusahaan keluarga di Indonesia yaitu Ahmad *et al* (2009), Sanjaya (2010, 2012) dan Komalasari dan Nor (2014).

3.3.1.1.2 Kontrol Keluarga

Kontrol keluarga menggunakan proporsi keluarga dalam manajemen. Penjelasan rinci mengenai proksi tersebut adalah sebagai berikut.

Tabalujan (2002) dan Yeh dan Woidtke (2005) menyebutkan adanya kepentingan menempatkan anggota keluarga dalam manajemen untuk tujuan perlindungan keluarga. Hal ini terjadi karena kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi menguasai hak voting dalam RUPS sehingga mampu mengusulkan dan memutuskan anggota keluarga. Pemegang saham pengendali yang juga memiliki afiliasi hubungan keluarga cenderung memilih keluarga dalam manajemen untuk mengurangi konflik kepentingan (Anderson & Reeb, 2003). Berdasarkan Yeh dan Woidtke (2005) serta Komalasari dan Nor (2014) menggunakan pengukuran keterlibatan keluarga dalam manajemen sebagai bentuk kontrol keluarga menggunakan proporsi jumlah keluarga yang berkedudukan dalam manajemen dibagi dengan jumlah manajemen.

3.3.2. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Prabowo dan Simpson (2009) serta Komalasari dan Nor (2014) juga menggunakan ukuran kinerja perusahaan menggunakan ROA. ROA diukur dengan membagi laba sebelum pajak dengan total aset.

3.3.3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang mengendalikan agar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor eksternal (Cooper & Schinder, 2006). Variabel kontrol digunakan untuk melengkapi atau mengontrol hubungan kausalnya supaya lebih baik untuk didapatkan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik (Hartono, 2004). Adapun variabel kontrol dalam studi ini seperti yang dilakukan oleh Komalasari dan Nor (2014) menggunakan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan dan hutang perusahaan. Ukuran perusahaan diukur dengan *logarithma* natural atas total aset, dan hutang diukur dengan menghitung total hutang dibagi total aset (Komalasari & Nor (2014)).

3.3.4. Definisi Operasional Variabel dan Sumber Data

Tabel berikut merupakan rincian operasional variabel dan pengumpulan data.

Tabel 3.1. Definisi Operasional Variabel dan Pengumpulan Data

No	Variabel	Detail	Proksi	Notasi/ Akronim	Operasional/ Pengukuran	Sumber data	Pusat data
1	Independen	Struktur Kepemilikan	Kepemilikan keluarga	OWN	Persentase kepemilikan saham oleh keluarga minimal 5 % (OJK, 2016; Claessens <i>et al</i> , 2000; Villalonga & Amit, 2006)	AR ICMD	Website BEI ECFIN
		Kontrol Keluarga	Proporsi keluarga dalam manajemen	MAN	Jumlah manajer yang berafiliasi dengan hubungan keluarga dan sebab lain dibagi total manajer (Yeh & Woitke, 2005; Komalasari & Nor, 2014)	AR ICMD	Website BEI ECFIN
2	Dependen	Kinerja Perusahaan	Profitabilitas	ROA	Laba sebelum pajak dibagi total aset (Ahmad <i>et al</i> , (2009); Prabowo & Simpson (2009, 2011); Komalasari & Nor (2014))	LK ICMD	Website BEI ECFIN
3	Kontrol		Utang	LEV	Total Utang dibagi Total Aset (Ahmad <i>et al</i> , (2009); Prabowo & Simpson (2009, 2011); Komalasari & Nor (2014))	LK ICMD	Website BEI ECFIN
			Ukuran Perusahaan	LNTA	<i>Log Natural</i> Total Aset ((Prabowo & Simpson (2009, 2011); Komalasari & Nor (2014))	LK ICMD	Website BEI ECFIN

Keterangan

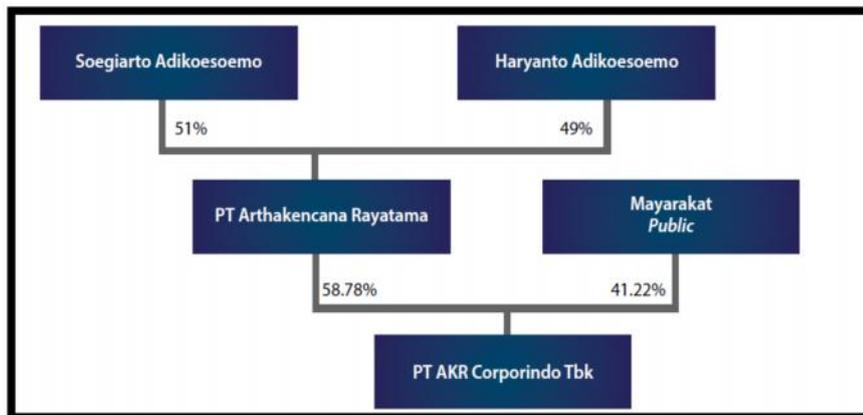
AR= *Annual Report* / Laporan Tahunan

ICMD= *Indonesia Capital Market Directory*

LK=Laporan Keuangan

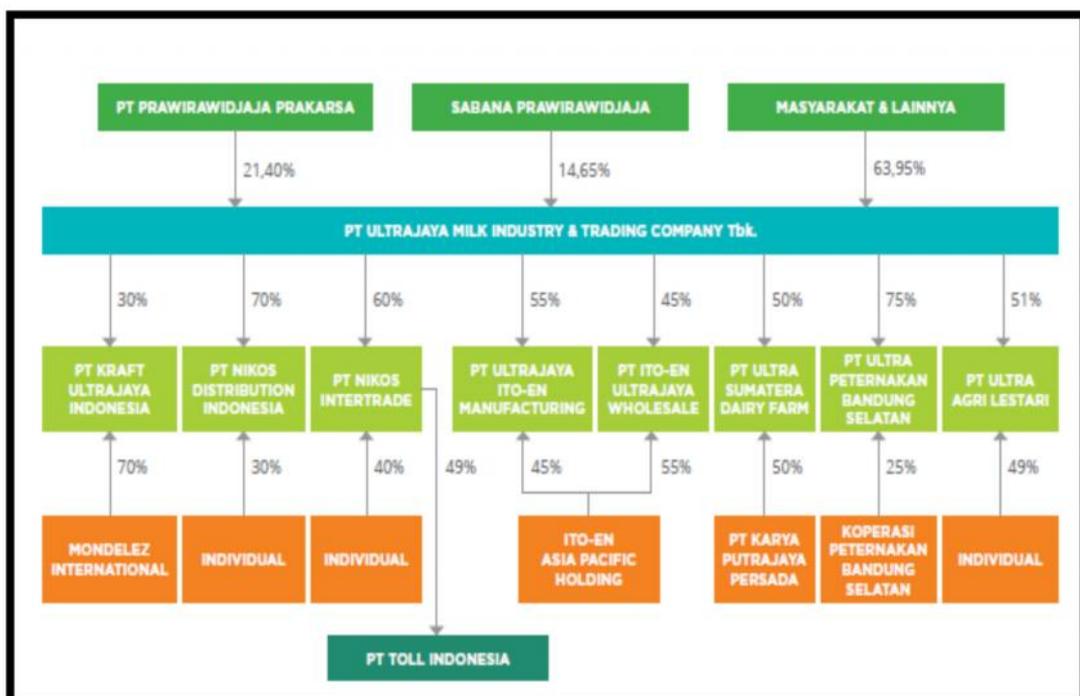
PPT=Profil Perusahaan Terdaftar

Data perusahaan keluarga diambil dengan cara manual melalui Laporan Tahunan dengan melihat struktur kepemilikan masing-masing perusahaan.



Gambar 3.1. Contoh kepemilikan keluarga secara tidak langsung (Laporan Tahunan AKR Corporindo, Tbk., 2014)

Berdasarkan gambar 3.1 tersebut diatas dapat diketahui bahwa struktur kepemilikan dengan proksi kepemilikan keluarga yang bernotasi OWN akan dihitung dan dimasukkan ke dalam tabel menggunakan *Microsoft Excel* adalah senilai 58,78 %.



Gambar 3.2. Contoh kepemilikan keluarga secara langsung dan tidak langsung (Laporan Tahunan PT. Ultrajaya, 2015)

Berdasarkan gambar 3.2 tersebut diatas dapat diketahui bahwa struktur kepemilikan dengan proksi kepemilikan keluarga yang bernotasi OWN akan dihitung dan dimasukkan ke dalam tabel menggunakan *Microsoft Excel* adalah senilai 14,65 % (kepemilikan langsung) ditambah dengan 21,40 % (kepemilikan tidak langsung melalui PT. Prawirawidjaja Prakarsa). Dengan demikian kepemilikan keluarga berjumlah 36,05%.

Untuk mengumpulkan data variabel kontrol keluarga dapat diperoleh dari Laporan Tahunan. Adapun contoh dari informasi hubungan afiliasi adalah sebagai berikut.

Tabel 3.3. Contoh afiliasi

Nama Name	Memiliki Hubungan Afiliasi Dengan / Affiliated with					
	Pemegang Saham Shareholders		Dewan Komisaris Board of Commissioners		Direksi Board of Directors	
	Ya Yes	Tidak No	Ya Yes	Tidak No	Ya Yes	Tidak No
Dewan Komisaris / Board of Commissioners						
Kresna Priawan Djokosoetono	✓					✓
Sri Adriyani Lestari	✓					✓
Noni Sri Ayati Purnomo	✓					✓
Bayu Priawan Djokosoetono	✓					✓
Gunawan Surjo Wibowo		✓				✓
Rinaldi Firmansyah		✓				✓
Hikmahanto Juwana		✓				✓
Pratiknyo		✓				✓
Direksi / Board of Directors						
Purnomo Prawiro	✓		✓			
Sigit Priawan Djokosoetono	✓		✓			
Adrianto Djokosoetono	✓		✓			
Robert R. Rerimasie		✓		✓		

Sumber: Laporan Tahunan PT. Blue Bird, Tbk (2015)

Berdasarkan tabel tersebut, dapat diketahui bahwa dari direksi yang memiliki hubungan afiliasi adalah Purnomo Prawiro, Sigit Priawan Djokosoetono, Adrianto

Djokosoetono. Karena dalam tabel tersebut tidak memberikan informasi afiliasi keluarga, maka dapat dilakukan dengan melihat keluarga pemegang saham pengendali. Diketahui bahwa pemegang saham pengendali dalam perusahaan ini adalah Keluarga Purnomo Prawiro yang mendirikan perusahaan induk PT. Blue Bird, Tbk yaitu PT. Pusaka Citra Djokosoetono. Jika dilihat dari tabel afiliasi, direksi dengan nama belakang Djokosoetono berafiliasi dengan pemegang saham pengendali. Hal ini mengacu pada Tabalujan (2002) yaitu Jika ada lebih dari 1 orang yang memiliki nama belakang yang sama dan menduduki posisi direksi/komisaris pada perusahaan yang sama, maka ini merupakan ciri hubungan keluarga antara orang-orang tersebut. Dengan demikian, direksi tersebut adalah anggota keluarga.

3.4. Metode Pengolahan Data

Berdasarkan kriteria *purposive sampling* dalam penelitian ini, jenis data yang akan dianalisis adalah jenis data panel. Gurajati dan Porter (2015) menyebutkan keunggulan data panel yaitu

- (1) mampu mengatasi heterogenitas individu secara eksplisit dengan memberikan variabel spesifik-subjek yang dapat mencakup unit mikro;
- (2) model data panel paling cocok untuk mempelajari dinamika perubahan dengan menggunakan observasi *cross-section* yang berulang,

- (3) tingginya jumlah observasi memiliki implikasi pada data yang lebih informatif, dan lebih variatif sehingga memudahkan mempelajari sesuatu yang rumit,
- (3) multikolinieritas antara data semakin berkurang, serta
- (4) derajat kebebasan (*df*) lebih tinggi sehingga dapat diperoleh hasil estimasi yang lebih efisien dan dapat digunakan untuk mempelajari model-model perilaku yang kompleks serta meminimalkan bias yang mungkin ditimbulkan oleh agregasi data individu. Oleh karenanya, dalam pengolahan data panel tidak diperlukan uji asumsi klasik (Gujarati & Porter, 2015).

Adapun perangkat yang digunakan untuk melakukan analisis adalah *E-Views* versi 9.0. Adapun tahapan yang dilakukan dalam pengolahan data ini menurut Winarno (2015) meliputi tahapan menguji model regresi dengan tiga pendekatan, memilih model estimasi, dan menguji hipotesis.

3.4.1. Model Estimasi

Dalam metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan, antara lain:

a. *Common Effect Model* atau *Pooled Least Square (PLS)*

Merupakan pendekatan model data panel yang paling sederhana karena hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*. Pada model ini tidak diperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa

perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini bisa menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS) atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel (Gujarati & Porter, 2015).

b. *Fixed Effect Model* (FE)

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnya. Untuk mengestimasi data panel model *Fixed Effects* menggunakan teknik variabel *dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan (Gujarati & Porter, 2015). Namun demikian sloponya sama antar perusahaan. Model estimasi ini sering juga disebut dengan teknik *Least Squares Dummy Variable* (LSDV).

c. *Random Effect Model* (RE)

Model ini akan mengestimasi data panel dengan dapat mendeteksi variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model *Random Effect* perbedaan intersep diakomodasi oleh *error terms* masing-masing perusahaan (Gujarati & Porter, 2015). Keuntungan menggunakan model *Random Effect* yakni menghilangkan heteroskedastisitas (Gujarati & Porter, 2015). Model ini juga disebut dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Square* (GLS).

3.4.2. Pemilihan Metode Estimasi dan Pengujian Hipotesis

Untuk memilih model yang paling tepat terdapat beberapa pengujian yang dapat dilakukan, antara lain:

a. Uji *Chow*

Untuk mengetahui model yang lebih baik dalam pengujian data panel, bisa dilakukan dengan penambahan variabel *dummy* sehingga dapat diketahui bahwa intersepnya berbeda dapat diuji dengan uji Statistik F (Gujarati & Porter, 2015).

Uji ini digunakan untuk mengetahui teknik regresi data panel dengan metode *Fixed Effect* lebih baik dari regresi model data panel tanpa variabel *dummy* atau disebut dengan metode *Common Effect*. Hipotesis nul pada uji ini adalah bahwa intersep sama, atau dengan kata lain model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Common Effect*, dan hipotesis alternatifnya adalah intersep tidak sama atau model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Fixed Effect* (Gujarati & Porter, 2015).

Nilai Statistik F hitung akan mengikuti distribusi statistik F dengan derajat kebebasan (*df*) sebanyak m untuk numerator dan sebanyak $n-k$ untuk denominator. M merupakan merupakan jumlah restriksi atau pembatasan di dalam model tanpa variabel *dummy*. Jumlah restriksi adalah jumlah individu dikurang satu. n merupakan jumlah observasi dan k merupakan jumlah parameter dalam model *Fixed Effect*. Jumlah observasi (n) adalah jumlah individu dikali dengan

jumlah periode, sedangkan jumlah parameter dalam model *Fixed Effect* (k) adalah jumlah variabel ditambah jumlah individu (Gujarati & Porter, 2015).

Apabila nilai F hitung lebih besar dari F kritis maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai F hitung lebih kecil dari F kritis maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Common Effect* (Gujarati & Porter, 2015).

b. Uji *Hausman*

Hausman telah mengembangkan suatu uji untuk memilih metode *Fixed Effect* atau metode *Random Effect* yang lebih baik dari metode *Common Effect*. Uji Hausman ini didasarkan pada ide bahwa *Least Squares Dummy Variables* (LSDV) dalam metode metode *Fixed Effect* dan *Generalized Least Squares* (GLS) dalam metode *Random Effect* adalah efisien sedangkan *Ordinary Least Squares* (OLS) dalam metode *Common Effect* tidak efisien. Namun, metode OLS efisien dan GLS tidak efisien. Oleh karena itu, uji hipotesis nulnya adalah hasil estimasi keduanya tidak berbeda sehingga uji Hausman bisa dilakukan berdasarkan perbedaan estimasi tersebut.

Statistik uji Hausman mengikuti distribusi statistik *Chi-Squares* dengan derajat kebebasan (df) sebesar jumlah variabel bebas. Hipotesis nulnya adalah bahwa model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect* dan

hipotesis alternatifnya adalah model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect* (Gujarati & Porter, 2015).

Apabila nilai statistik Hausman lebih besar dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai statistik Hausman lebih kecil dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect* (Gujarati & Porter, 2015).

c. Uji Lagrange Multiplier

Uji *Lagrange Multiplier* ini didasarkan pada distribusi *Chi-Squares* dengan derajat kebebasan (*df*) sebesar jumlah variabel independen. Hipotesis nulnya adalah bahwa model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Common Effect*, dan hipotesis alternatifnya adalah model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Random Effect* (Gujarati & Porter, 2015).

Apabila nilai LM hitung lebih besar dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai *Lagrange Multiplier* hitung lebih kecil dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Common Effect* (Gujarati & Porter, 2015).

4. Uji Statistik F (Keandalan Model)

Uji keandalan 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 (Gujarati & Porter, 2015). 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 probabilitas F hitung lebih kecil dari tingkat kesalahan () 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi layak.
- (2) Apabila nilai probabilitas F hitung lebih besar dari tingkat kesalahan 0,05 maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi tidak layak (Gujarati & Porter, 2015).

5. 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 (Gujarati & Porter, 2015).

- (1) Apabila nilai probabilitas t hitung (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih kecil dari tingkat kesalahan () 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya.

(2) Apabila nilai probabilitas t hitung lebih besar dari tingkat kesalahan 0,05 maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan dapat diambil simpulan sebagai berikut.

- a. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Ada 3 hal mendasar yang menjelaskan pengaruh signifikansi variabel ini yaitu (1) sikap menghindari risiko oleh pemegang saham pengendali, (2) kondisi ekonomi yang fluktuatif selama periode observasi, dan (3) pilihan pemegang saham pengendali yang mengarah pada perilaku *entrenchment effect*. Perilaku *entrenchment effect* ini juga terbukti dengan adanya pengaruh negatif dan signifikan dalam *leverage*. Hal ini dikarenakan, dengan melakukan *entrenchment effect*, keputusan dalam hal kontrak hutang perusahaan tidak menjadi fokus utama dalam kendali manajemen oleh pemegang saham pengendali. Sebaliknya, jika pemegang saham pengendali tidak melakukan *entrenchment effect*, kontrak-kontrak hutang akan menjadi bagian penting dalam perolehan insentif pribadinya yang dikenal dengan perilaku *incentive effect*. *Entrenchment effect* juga menjelaskan konflik keagenan dalam perusahaan keluarga bergeser dari konflik keagenan tipe I ke konflik keagenan tipe II.

- b. Kontrol keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan

Hal yang dapat menjelaskan alasan kontrol keluarga tidak berpengaruh signifikan adalah keputusan pemegang saham pengendali memilih melakukan *entrenchment effect*. Dalam kondisi ini, masalah keagenan bergeser dari konflik antara agen dan prinsipal menjadi prinsipal dengan prinsipal lain yaitu pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Dengan bergesernya konflik keagenan dari tipe I ke tipe II, keputusan-keputusan manajemen mengikuti secara penuh arahan pemegang saham pengendali. Dengan pergeseran konflik keagenan ini, praktik sistem *two tier* menjadi tidak sempurna sebab peran komisaris sebagai prinsipal juga bergeser menjadi agen. Oleh karenanya, pada saat pemegang saham memutuskan melakukan *entrenchment effect* dan meminimalkan penempatan keluarga dalam manajemen serta mengarahkan kebijakan perusahaan agar tidak berfokus pada laba dikarenakan depresiasi nilai tukar Rupiah, kontrol keluarga menjadi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dengan *entrenchment effect* tersebut, juga menjelaskan bahwa *leverage* sebagai variabel kontrol menjadi salah satu hal yang tidak mendukung tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali dalam manajemen dan cenderung mengurangi anggaran operasional sehingga menurunkan kinerja keuangan. Insentif kontrak hutang yang direpresentasikan dengan *leverage* difokuskan oleh pemegang saham pengendali pada saat terjadi *incentive effect*.

5.2. Keterbatasan

Penelitian ini juga mengandung keterbatasan yang dialami oleh peneliti yaitu tidak mengelompokkan kepemilikan keluarga menurut jenis kepemilikannya secara langsung dan tidak langsung. Oleh karena itu, peneliti tidak mampu menjelaskan perbedaan perilaku pemegang saham pengendali yang memiliki perusahaan keluarga secara langsung dan tidak langsung.

5.3 Saran

Berikut merupakan saran yang dapat diberikan melalui hasil riset ini.

a. Saran untuk pelaku pasar modal

Saran untuk pelaku pasar modal dari hasil riset ini adalah sebagai berikut.

1. Perilaku pemegang saham pengendali pada masa krisis ekonomi cenderung melakukan *entrenchment* terhadap pemegang saham minoritas, sehingga ada kemungkinan dari perilaku ini mendorong mereka melakukan aktivitas untuk memperoleh *gain* dengan cara tertentu. Dengan kondisi ini, diharapkan investor minoritas dapat membuat keputusan investasi yang tepat.
2. Adanya pergeseran konflik keagenan dari tipe I ke tipe II juga mendorong perilaku praktik sistem *two tier* yang tidak sempurna karena dewan komisaris sebagai prinsipal juga dapat mempengaruhi secara penuh keputusan manajemen. Beberapa keputusan manajemen yang dapat dipengaruhi oleh pemegang saham pengendali melalui manajemen dengan kondisi ini antara lain dalam hal pencapaian laba. Dalam riset ini ditemukan

bahwa dalam situasi ekonomi yang kurang menguntungkan, keputusan manajemen cenderung tidak berfokus pada laba akibat kendali pemegang saham pengendali dan sikap oportunistik manajemen. Dengan target capaian laba yang berkurang, harapan investor untuk memperoleh deviden juga menurun. Investor minoritas juga dapat membuat keputusan investasinya dengan pertimbangan ini.

b. Saran untuk Regulator

Regulator perlu memperhatikan aktivitas pergerakan saham perusahaan yang tercatat di BEI terutama jenis perusahaan keluarga. Dengan perlindungan hukum bagi investor minoritas yang lemah, regulator diharapkan melakukan peringatan dini jika terjadi anomali dalam aktivitas perdagangan saham pada kondisi ekonomi yang fluktuatif.

c. Saran untuk Akademisi

Adapun saran untuk akademisi adalah sebagai berikut.

1. Peneliti tidak menggunakan model yang melibatkan jenis kepemilikan piramida (kepemilikan langsung dan tidak langsung) dan tingkatan piramidanya. Ada indikasi hal ini menjadi sesuatu yang bermanfaat untuk penelitian selanjutnya karena dari observasi ditemukan perlakuan berbeda antara perusahaan yang dimiliki langsung oleh keluarga, dimiliki secara tidak langsung baik dari level pertama, kedua, ketiga, dan seterusnya. Hal ini

menjadi peluang riset berikutnya bagi peneliti lain yang tertarik pada area riset ini.

2. Riset ini juga mengandung banyak pertanyaan lanjutan yang dapat dikembangkan. Topik perilaku diversifikasi oleh pemegang saham pengendali perusahaan keluarga; faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pelibatan anggota keluarga dalam mekanisme *corporate governance*; atau faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan penempatan pendiri, generasi pertama, kedua, ketiga dan seterusnya, atau lebih memilih hubungan horizontal daripada vertikal, dan lain-lain. Topik-topik tersebut dapat menjadi peluang dan tantangan untuk peneliti berikutnya sekaligus memberikan kontribusi yang lebih banyak agar mampu mencapai sebuah kecenderungan hasil yang dapat bermanfaat lebih banyak.
3. Peluang riset lain di masa mendatang yang dapat dilakukan adalah meneliti perilaku *entrenchment effect* dalam perusahaan keluarga di sektor keuangan. Dalam penelitian ini, sampel yang digunakan adalah industri non keuangan yang memiliki sistem tata kelola yang berbeda dengan perusahaan di bidang keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, T.; Rusmin, Nielson, J.; & Tower, G. (2009). The iniquitous influence of family ownership structures on corporate performance. *The Journal of Global Business Issues*. Vol.9. Issue 1. Pp. 41-48
- Almeida, H. V & Wolfenzon, D. (2006). Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Group. *The Journal of Finance*. Vol.59. No.6. Pp. 2637-2680
- Altin, H. (2014). Stock Price and Exchange Rate: The Case of BIST 100. *European Scientific Journal*. Vol.10. No.16. Pp.65-78
- Anderson, R. C. & Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*. Vol.58.No.3. Pp. 1301-1329
- Andres, C. (2007). Family Ownership as the Optimal Organizational Structure? *European Finance Association Meeting in Zurich*
- Audretsch, D. B.; Hülsbeck, M.; & Lehmann, E. E. (2013). Families as active monitors of firm performance. *Journal of Family Business Strategy*. Vol. 4. Pp. 118-130
- Bank Indonesia. (2016). Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS. www.bi.go.id
- Barclay, M. & Holderness, C.(1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*. Vol. 25. Pp. 371-395
- Berle, A. J., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan
- Bethel, J. E., Julia P. L., & Opler, T. (1998). Block Share Purchases and Corporate Performance. *Journal of Finance* Vol. 53. No. 2 Pp. 605–34
- Blue Bird, Tbk. (2015). *Laporan Tahun PT. Blue Bird, Tbk*. Jakarta: BEI
- Boubakri, N.; Guedhami, O.; & Mishra, D. (2010). Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis. *Journal of International Business Studies*. Vol. 41. Pp. 451-474
- Bork, D. (1986). *Family Business Risky Business: How to make it work*. New York: Amazon

- Bukart, M., Panuzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family Firms. *Journal of Finance*. Vol. 58. No. 5. Pp. 2167-2201
- Cooper, D. R. & Schindler, P. S. (2006). *Business research methods*. Irwin: McGrawHill
- Corporindo, AKR. (2014). *Laporan Tahunan AKR Corporindo, Tbk*. Jakarta: BEI
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L.H.P.. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*. Vo 58. Vol.58. No. 1-2. Pp. 81–112
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L.H.P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*. Vol.57.No.6. Pp. 2741-2771
- Du, J., & Dei, Y. (2002). Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asia. Chinese University of Hong Kong Working Paper.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*. Vol. 14.No.1. Pp. 57-74
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*. Vol. 65. No.3. Pp.365-395
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*. Vol. 26. No.2. Pp. 327–349
- Fan, J. P. H. & T. J. Wong. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 33. Pp. 133-152
- Flota, C. (2014). The Impact of Exchange Rate Movements on Firm Value in Emerging Markets: The Case of Mexico. *American Journal of Economics*. Vol. 4. No. 2A. Pp. 51-72
- Grossman, S., & Hart, O.S. (1980). Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*. Vol.11. No. 1. Pp. 42-64
- Gujarati, D.N & Porter, D.C. (2015). *Basic econometrics (4th ed.)*. Jakarta: Salemba Empat
- Hartono, J. (2004). *Metodologi Penelitian Bisnis Edisi 2004-2005*. Yogyakarta: BPFE

- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. Pp. 305-360
- Joh, S. (2003). Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis. *Journal of Financial Economics*. Vol. 68. No. 2. Pp. 287–322
- Johnson, S., R. La Porta, F. L. Silanes, & A. Shleifer. (2000). Tunneling. *American Economic Review*. Vol 90 No.2. Pp. 22-27
- Komalasari, P.T. & Nor, M. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan Keluarga, Kepemimpinan dan Perwakilan Keluarga terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi AKRUAL* Vol. 5 No. 2. Pp. 133-150
- Kusuma, D.C. (2015, 29 Oktober). *Laba Perusahaan Sawit Group Salim Merosot 86% Jadi Rp 74 Miliar*. Koran Detik.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*. Vol. 54. No. 2. Pp. 471-517
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58. Pp. 3-27
- Lemmon, M., & Lins, K. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance*. Vol. 58. No.4. Pp. 1445-1468
- Mankiw, N.G. (2009). *Macroeconomics*. 7th Edition. New York: Worth Publishers.
- Maury, B. (2006). Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 12. Issue 2. Pp. 321-341
- Morck, R. & Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Group. *Entrepreneurship, Theory and Practice*. Vol. 27. No. 4. Pp. 367 – 382
- Nam, S. W. (2004). Survey of Corporate Governance practices in Indonesia, Thailand, and Korea. *Research Policy Brief No.8*.
- Navarro, M.S., Ansón, S.G., & Cabeza-García, L. (2011). Family Ownership and Control, the Presence of Other Large Performance: Further Evidence. *Family Business Review*. Vol. 24. No. 1. Pp. 71-93

- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). (2016). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.23 tentang Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif*. Jakarta: Republik Indonesia
- Patrick, H. (2001). *Corporate Governance and the Indonesian Financial System: A Comparative Perspective: APEC Study Center, Columbia Business School, Discussion Paper No 16*.
- Pervan, M & Viši , J. (2012). Influence Of Firm Size on Its Business Success. *Croatian Operational Research Review*. Vol.3. Pp. 213-223
- Prabowo, M.A. & Simpson, J. L. (2009). Combined Leadership in a Two-Tier System? Board structure, Family Control, and Firm Performance of Indonesian Listed Firms. *Working paper, presented at 6th Workshop on Corporate Governance, Brussels, 23 November*
- Prabowo, M.A. & Simpson, J. L. (2011). Independent directors and firm performance in family controlled firms: evidence from Indonesia. *Asian-Pacific Economic Literature*. Vol. 25. No. Vol. 25 No. 1. Pp. 121-132.
- Price Waterhouse Coopers (PWC). (2014). *Survey Bisnis Keluarga 2014 Indonesia*. Jakarta: PWC
- Rahayu, E.M. (2016, Oktober). *Sido Muncul Raih Anugerah Perusahaan Tbk Terbaik 2016*. Majalah SWA.
- Republik Indonesia. (2007). *Undang-Undang Perseroan Terbatas*. Jakarta : Republik Indonesia
- Rock, Stuart. (1991). *Family Firms*. England: Simon Schuster
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J . (2009). *Corporate Finance* (8th edition). Singapore: McGraw-Hill.
- Sanjaya, I.P.S. (2010). Entrenchment and alignment effect on earnings management. *The Indonesiann Journal of Accounting Research*. Vol. 13. No.3. Pp. 247-264
- Sanjaya, I.P.S. (2012). Family as The Ultimate Ownership Affects to Firm Performance. *Sustainable Competitive Advantage*. Vol. 2. No.1. Pp. 1-18
- Sciascia, S. & Mazzola, P. (2008). Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*. Vol. 21. No. 4. Pp. 331-345
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory* (6th Edition). Canada: Pearson Toronto Inc.

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*. Vol. 52. No. 2. Pp. 737-783
- Stoner, J.A.F. (1996). *Manajemen*. Jakarta: Prenhalindo
- Sukirno. (2015, 26 Maret). *Wow! Laba Perusahaan Menara Milik Orang Terkaya Indonesia Melesat 398%*. *Harian Bisnis*.
- Tabalujan, B. (2002). Family Capitalism and Corporate Governance of Family-Controlled Listed Companies in Indonesia. *UNSW Law Journal*. Vol. 25. No. 2. Pp. 486-514
- Ultrajaya, PT. (2015). *Laporan Tahunan PT. Ultrajaya, Tbk*. Jakarta: BEI.
- Villalonga, B. & R. Amit. (2006). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*. Vol. 80. No. 2. Pp. 385-417
- Watts, R. L. & J. L. Zimmerman. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall International Inc, Englewood Cliffs, NJ, USA
- Winarno, W.N. (2015). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan E-views Edisi 4*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Wolfenzon, D. (1999). *A Theory of Pyramidal Ownership*. Michigan: University of Michigan Business School
- Yeh, Y.H.; Lee, T.S.; & Woidtke, T. (2001). Family Control and Corporate Governance: Evidence in Taiwan. *International Review of Finance*. Vol. 2. No. 1. Pp. 21-48
- Yeh, Y.H., & Woidtke, T. (2005). Commitment or Entrenchment?: Controlling Shareholders and Board Composition. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 29. No. 7. Pp. 1857-1885