

## **Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Keluarga terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2014**

Eva Septiana, Zuliani Dalimunthe\*, dan Wasilah

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia, Depok, Indonesia

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana struktur kepemilikan perusahaan keluarga berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q untuk dapat melihat bagaimana pasar merespon terhadap strategi dan kebijakan yang diambil oleh perusahaan keluarga. Penelitian ini mengambil sampel 147 perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2009-2014. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan keluarga mempunyai kinerja yang signifikan lebih rendah dibandingkan perusahaan non keluarga, tetapi hubungan antara porsi kepemilikan saham oleh keluarga berbentuk kuadratik dimana terjadi pembalikan arah pada tingkat kepemilikan 76%. Penelitian ini juga menemukan bahwa kinerja perusahaan adalah lebih rendah ketika CEO perusahaan keluarga dikelola oleh generasi kedua dibandingkan ketika dikelola oleh generasi pertama.*

**Kata Kunci:** Perusahaan Keluarga, Tata Kelola Perusahaan, Suksesi Perusahaan Keluarga

## **The Analysis of Family Ownership Structure on Firm Performances: Empirical Study of Non Financing Listed Firms on Indonesia Stock Exchange by Period 2009-2014**

*The study aims to analyse how the ownership structure of a family company affects the company's performance. The company's performance was measured using Tobin's Q to see how the market responds to strategies and policies taken by the family company. The study took samples of 147 family companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2009-2014. The results showed that the family company had significantly lower performance compared to non-family companies, but the relationship between ownership by the family is a quadratic in which there is a direction reversal at the 76% ownership rate. The study also found that the company's performance is lower when the CEO of the family company is managed by the second generation than when administered by the first generation.*

**Keywords:** Family firm; Corporate Governance; Family Firm Succession

---

### **PENDAHULUAN**

Kinerja perusahaan merupakan penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Kinerja perusahaan tercermin dari harga saham perusahaan di bursa saham. Semakin tinggi harga saham perusahaan pada bursa saham, merefleksikan penilaian inves-

tor terhadap perusahaan semakin baik, yang menandakan kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba juga semakin baik.

Penilaian terhadap kinerja perusahaan ini tentunya dipengaruhi oleh berbagai macam faktor. Penelitian yang dilakukan oleh Berle dan

---

\* Alamat email korespondensi: zuliani\_d@ui.ac.id

Means pada tahun 1932, yang menemukan bahwa terkonsentrasinya perekonomian mampu meningkatkan pendapatan negara. Pada sub bab “*the modern corporation and private property*”, ditemukan terdapat 200 perusahaan yang memiliki kendali sebesar 49,2% pada perekonomian Amerika Serikat dengan 300.000 perusahaan kecil yang dikendalikan oleh perusahaan tersebut. Pendapatan pajak yang dihasilkan dari 200 perusahaan tersebut sebesar \$5.000.000 atau sebesar 43,2% kontribusi dari pendapatan pajak. Peningkatan kinerja perusahaan terkonsentrasi ini disebabkan adanya afiliasi konflik kepentingan manajer dengan pemilik perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian oleh *Credit Suisse Emerging Market Research Institute*, dengan sampel 3.568 bisnis keluarga di Asia, dalam laporannya di Laporan Bisnis Keluarga Asia 2011: Tren Utama, Kontribusi dan Kinerja Ekonomi, ditemukan bahwa keberadaan perusahaan keluarga merupakan pencipta kekayaan pribadi di Asia dan menjadi salah satu pilar penting bagi perekonomian nasional. Di Asia Tenggara, 60% perusahaan terbuka merupakan perusahaan keluarga dengan pewarisan kepemimpinan menjadi salah satu prioritas keluarga. Penelitian yang dilakukan oleh *Family Firm Institute* untuk *The Family Business Review* (Hall, 2008) menunjukkan bahwa hanya 30% dari keseluruhan perusahaan keluarga mampu bertahan pada masa transisi antar generasi kedua sebesar 12% bertahan pada generasi ketiga, dan hanya 3% bertahan pada generasi keempat. Di Asia sendiri, bisnis keluarga didominasi oleh generasi pertama sehingga, komitmen dan loyalitas terhadap perusahaan masih tinggi sehingga mampu bertahan menghadapi persaingan bisnis. Berdasarkan survei bisnis keluarga yang dilakukan oleh PWC pada tahun 2014, ditemukan bahwa dibandingkan dengan bisnis keluarga global, di Indonesia persentase keterlibatan anggota keluarga dengan jabatan eksekutif senior di perusahaan sebesar 100% sementara global sebesar 93%. Selain itu, persentase anggota keluarga dalam perusahaan dalam manajemen perusahaan sebesar 53% sedangkan secara global hanya 49%.

Dengan nilai kapitalisasi pasar yang cukup tinggi, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan serta pengaruh keterlibatan anggota keluarga dalam manajemen perusahaan.

## KAJIAN PUSTAKA

### Konflik Keagenan

Teori keagenan diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan bahwa perusahaan terdiri dari sekumpulan kontrak, antara pemilik perusahaan atau prinsipal sebagai pemilik modal dengan manajer sebagai pengelola modal yang diberikan oleh prinsipal. Prinsipal berharap manajer mengelola modal yang diberikan oleh prinsipal sehingga memberikan keuntungan maksimal bagi prinsipal. Namun, manajer sebagai agen mengelola modal yang diberikan seringkali mempunyai kepentingan sendiri yang tidak selaras dengan kepentingan prinsipal. Perbedaan di antara keduanya ini dapat menyebabkan kerugian pada prinsipal.

Biaya keagenan yang timbul dari hubungan prinsipal agen dapat terjadi dalam bentuk masalah *adverse selection* – prinsipal tidak dapat menilai agen apakah agen mempunyai kemampuan untuk mencapai target yang diharapkan - serta masalah *moral hazard* – prinsipal tidak bisa memastikan apakah agen telah berusaha secara maksimal (Eisenhard, 1989). Keduanya dimotivasi oleh keuntungan pribadi yang didapatkan serta konflik yang terjadi ketika kepentingan agen berbeda dari prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik keagenan dapat terjadi antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham, antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, dan antara pihak pemegang saham dengan pemegang obligasi. Konflik keagenan seringkali berdampak buruk bagi perusahaan. Perusahaan tidak mampu beroperasi dengan maksimal sehingga menurunkan kinerja perusahaan.

Untuk memastikan agen bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal, prinsipal mengeluarkan sejumlah biaya yang dikenal dengan biaya keagenan. Biaya keagenan merupakan biaya

transaksi yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan. Biaya ini dimaksudkan untuk memastikan manajer sebagai agen bertindak sesuai dengan kepentingan modal prinsipal. Biaya keagenan terdiri dari *monitoring cost*, *bonding cost*, serta *residual loss cost*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh prinsipal untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agent. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan prinsipal. Selanjutnya *residual loss* merupakan pengorbanan berupa berkurangnya kemakmuran prinsipal sebagai akibat dari perbedaan keputusan agen dan keputusan prinsipal.

### **Teori Stewardship**

Selain teori keagenan, terdapat teori lain yang menjelaskan bagaimana hubungan antara manajemen dengan pemegang saham atau prinsipal, yaitu teori *stewardship*. Teori ini didasarkan pada pandangan bahwa setiap manusia memiliki kesadaran akan kewajiban dan tanggung jawab. Dalam perusahaan, seorang *steward*, memiliki orientasi pada hubungan jangka panjang dan perlindungan terhadap aset perusahaan. Dengan demikian, seorang *steward* bersedia bertindak selaras dengan kepentingan pemegang saham sekalipun dengan pengawasan yang minimal

Ada beberapa faktor yang dapat mendukung terciptanya budaya *steward* dalam perusahaan yakni perilaku organisasi seperti motivasi, risiko, budaya, kekuasaan. Sebagai contoh budaya kolektif dalam sebuah organisasi mendorong terciptanya hubungan *stewardship* dibandingkan pada organisasi dengan budaya individualis. Selain itu juga *power distance*, mendorong terciptanya perilaku *steward* dalam sebuah perusahaan. Semakin rendah perbedaan kekuasaan tersebut, maka akan mendorong terciptanya perilaku *steward* dalam perusahaan. Teori ini menjelaskan bahwa kinerja perusahaan terbaik akan tercapai ketika terjalin hubungan yang baik antara internal perusahaan dengan agen eksternal perusahaan. Da-

vis *et al.* (1997) menggambarkan bagaimana perbedaan perilaku sebagai agen dan *steward* mampu mempengaruhi kinerja perusahaan. Perusahaan di Asia, menurut Oong Boon Hwee (2016), merupakan perusahaan dengan perilaku *steward*. Hal ini dikarenakan budaya kerja di hampir seluruh wilayah Asia memiliki budaya kolektivitas kerja yang tinggi, hubungan atas dasar kepercayaan (*trust-based relationship*), serta memiliki pengenalan yang baik terhadap organisasi.

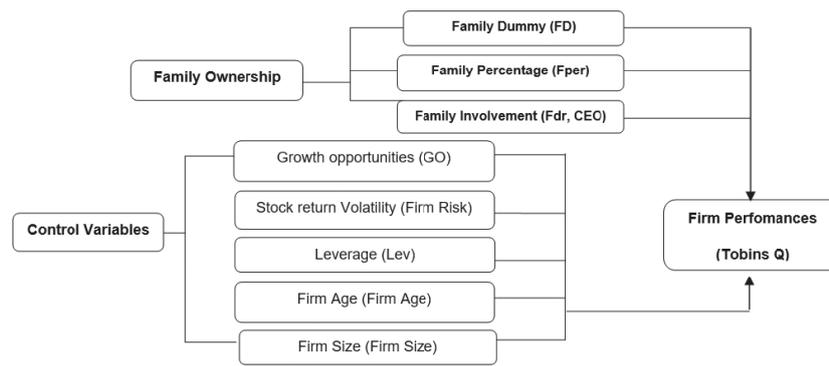
### **Tata Kelola Perusahaan**

Salah satu sistem tata kelola di Indonesia adalah struktur dari dewan direksi perusahaan. Berdasarkan *handbook* yang dikeluarkan oleh OJK pada tahun 2014, disebutkan bahwa sistem tata kelola perusahaan berbentuk perseoran terbatas merupakan sistem *two board* atau *two-tier board structure*. Sistem ini menganut perbedaan tugas antara dewan komisaris dan direksi. Perbedaan peran serta tanggung jawab keduanya diatur dalam UUPT dan Anggaran Dasar Perseroan yang diatur lebih rinci pada regulasi sektoral. Berdasarkan UUPT, Direksi perusahaan berperan mengelola segala kegiatan operasional perusahaan sementara Dewan Komisaris berperan mengawasi dan memberi nasihat atas segala keputusan dan tindakan Direksi. Dengan sistem ini, maka konsep *dualitas* - CEO menjabat sebagai CEO dan *chairman*-, pada sistem *one-tier board*, tidak dapat diterapkan di Indonesia. Tata kelola perusahaan merupakan hal yang penting untuk menjaga kepentingan pemegang saham eksternal yang tidak terlibat dalam manajemen perusahaan dan tidak mempunyai suara yang cukup untuk menjaga kepentingannya dalam RUPS.

### **Struktur Kepemilikan Piramida Keluarga (Family Ownership)**

Dalam bisnis, terdapat dua kategori perusahaan keluarga. Kategori pertama ialah *Family owned enterprise* (FOE) yang merupakan bentuk perusahaan keluarga yang dimiliki oleh keluarga dengan pengelolaannya oleh profesional di luar anggota keluarga. Kedua ialah *Family Business Enterprise* (FBE) yang merupakan peru-

Gambar 1. Kerangka Penelitian



sahaan kategori keluarga dengan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan oleh anggota keluarga. Menurut Susanto (2000), *Family Business Enterprise* merupakan perusahaan yang paling banyak terdapat di Indonesia. Menurut Fama dan Jensen (1983), perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki efisiensi yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non keluarga dikarenakan *monitoring cost* yang minim. Keberadaan anggota keluarga dalam menduduki fungsi-fungsi penting dalam perusahaan mampu meminimalisir *monitoring cost*. Perencanaan dan pengambilan keputusan dilakukan secara internal sehingga *agency problem* dapat diminimalkan. Menurut Sindhuja (2009), perusahaan keluarga memiliki kriteria seperti (a) perusahaan dikelola oleh anggota dari kelompok keluarga yang mendominasi dalam perusahaan, (b) terdapat dominasi keluarga dengan kepemilikan saham lebih dari 50% pada perusahaan, (c) anggota dari perusahaan mengakui perusahaan adalah perusahaan bisnis keluarga, (d) terdapat *successor* dari anggota keluarga atau dikelola oleh keluarga *successor*, (e) manajemen perusahaan terdiri dari anggota keluarga utama, dan (f) eksekutif perusahaan diisi oleh anggota keluarga.

## METODE PENELITIAN

### Kerangka Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan dapat diukur sebagai kinerja keuangan berdasarkan laporan keuangan, kinerja saham atau gabungan dari keduanya. Disini kinerja diukur menggunakan

Tobin's Q agar dapat menangkap bagaimana investor (yang sebagian bukan merupakan anggota keluarga) merespon strategi dan tindakan manajemen. Tobin's Q di dalam penelitian ini diukur dengan menjumlahkan nilai pasar saham ditambah nilai buku *liabilities*, lalu dibagi dengan total aset. Untuk meminimalkan dampak dari sejumlah variabel lain yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, maka analisis dalam penelitian ini akan mengontrol sejumlah variabel yaitu peluang pertumbuhan (*growth opportunity*), volatilitas return saham perusahaan, *leverage*, usia perusahaan serta *sizenya*. Kerangka besar penelitian disajikan pada gambar 1.

### Model Penelitian dan Hipotesis

Variabel bebas (*independent variable*) dalam penelitian ini adalah kepemilikan dan keterlibatan keluarga dalam manajemen, dimana kepemilikan keluarga akan diukur menggunakan dua proksi yang berbeda, sedangkan keterlibatan anggota keluarga dalam manajemen akan ditinjau dari generasi pertama dan generasi kedua. Dengan demikian, maka model penelitian yang akan dianalisis, berikut hipotesisnya adalah sebagai berikut:

Model 1:

$$\begin{aligned} TobinsQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 FirmAge_{it} + \beta_3 GO_{it} \\ & + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 FirmRisk_{it-5} \\ & + \beta_6 FirmSize_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

dimana:

- $FD_{it}$  : Porsi kepemilikan saham oleh keluarga, yang merupakan

variabel *dummy* yang bernilai 1 jika kepemilikan saham oleh keluarga > 50%, dan bernilai 0 jika porsi kepemilikan keluarga < 50%

- $GO_{it}$  : *Growth Opportunity* dihitung dengan membagi *capital expenditure (capex)* dengan total *sales*
- $Lev_{it}$  : *Leverage* perusahaan yang dihitung dengan total *debt* dibagi total aset
- $Firm Risk_{it-5}$  : *Firm Risk* dihitung dengan nilai standar deviasi dari *monthly return*
- $Firm Size_{it}$  : *Firm Size* dihitung dengan logaritma natural total aset
- $Firm Age_{it}$  : *Firm age* dihitung dengan logaritma natural dari usia perusahaan sejak didirikan
- $e$  : *Error*, variasi yang tidak dapat dijelaskan oleh model

Hipotesis yang diajukan:

Perusahaan Keluarga mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan bukan perusahaan keluarga ( $\beta_1 \geq 0$ )

Model 2:

$$TobinsQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fper_{it} + \beta_2 Fper_{it}^2 + \beta_3 FirmAge_{it} + \beta_4 GO_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Risk_{it-5} + \beta_7 Size_{it} + \varepsilon$$

dimana :

$Fper^2$  merupakan ukuran lain dari kepemilikan keluarga yang diukur dari kuadrat presentase saham oleh keluarga.

Hipotesis yang diajukan:

- Pada perusahaan keluarga, persentase kepemilikan saham oleh keluarga berpengaruh terhadap kinerja ( $\beta_1 \neq 0$ )
- Hubungan persentase kepemilikan keluarga dengan kinerja perusahaan bersifat tidak linier ( $(\beta_2 \neq 0)$ )

Model 3:

$$TobinsQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gen_1 family_{it} + \beta_2 Gen_2 family_{it} + \beta_3 GO_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 FirmRisk_{it-5} + \beta_6 FirmSize_{it} + \beta_7 FirmAge_{it} + \varepsilon$$

Keterangan:

$Gen_1 family$ : Generasi pertama dari keluarga pemilik perusahaan sebagai CEO perusahaan

$Gen_2 family$ : Generasi kedua dari keluarga pemilik perusahaan sebagai CEO Perusahaan

Hipotesis yang diajukan:

- Perusahaan Keluarga yang CEOnya terdapat generasi pertama mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan yang tidak terdapat generasi pertama di dalam CEOnya ( $\beta_1 \geq 0$ )
- Perusahaan Keluarga yang CEOnya terdapat generasi kedua mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan yang tidak terdapat generasi kedua di dalam CEOnya ( $\beta_2 \geq 0$ )

**Data**

Sampel penelitian yang digunakan pada penelitian ini terdiri dari 1.494 observasi yang merupakan *balanced* data dari 249 perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2009 sampai tahun 2014. Akan tetapi, model 2 dan 3 hanya menggunakan data yang tergolong sebagai perusahaan keluarga, sebanyak 147 perusahaan atau 882 titik data. Analisis dilakukan dengan metode regresi berganda dengan *pooled least square*. Semua model telah lolos dari uji multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastis sebelum dianalisis.

**ANALISIS DAN TEMUAN**

Statistik deskriptif dari variabel yang digunakan dalam analisis penelitian ini disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1 menyajikan analisis deskriptif yang memberi gambaran mengenai karakteristik data yang meliputi nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum masing-

Tabel 1. Statistik Dekriptif Seluruh Perusahaan

| No | Variabel          | Mean  | St. Dev | Min    | Max   |
|----|-------------------|-------|---------|--------|-------|
| 1  | <i>Tobbins Q</i>  | 1,44  | 0,05    | 0,039  | 1,5   |
| 2  | <i>FD</i>         | 0,56  | 0,46    | 0      | 1     |
| 3  | <i>Growth Opp</i> | 0,20  | 0,16    | 0,040  | 0,41  |
| 4  | <i>Leverage</i>   | 0,26  | 0,17    | 0,070  | 0,46  |
| 5  | <i>Firm Risk</i>  | 0,81  | 0,23    | 0,520  | 1,08  |
| 6  | <i>Firm Size</i>  | 23,74 | 2,68    | 20,960 | 27,02 |
| 7  | <i>Firm Age</i>   | 3,31  | 0,25    | 3      | 3,58  |

Sumber: Hasil olahan peneliti

Tabel 2. Hasil regresi model 1

| Variabel                                 | <i>t-value</i> | <i>prob</i> | kesimpulan       |
|--|----------------|-------------|------------------|
| Kepemilikan keluarga (dummy, <i>FD</i> ) | -0,04          | 0,000       | signifikan       |
| <i>Growth opportunity</i>                | -0,02          | 0,005       | signifikan       |
| <i>leverage</i>                          | 0,03           | 0,010       | signifikan       |
| <i>firm's risk</i>                       | 0,00           | 0,580       | tidak signifikan |
| <i>firm's age</i>                        | -0,12          | 0,011       | signifikan       |
| <i>firm's size</i>                       | 0,00           | 0,700       | tidak signifikan |

masing variabel penelitian. Variabel *FD* merupakan variabel *dummy* yang merepresentasikan perusahaan merupakan perusahaan keluarga. Berdasarkan tabel 1 dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan keluarga (*FD*) secara rata-rata memiliki nilai sebesar 56%. Hal ini berarti 56 % dari total observasi penelitian merupakan perusahaan dengan kategori perusahaan keluarga, sedangkan 44% bukan tergolong perusahaan keluarga. Proporsi data adalah seimbang untuk dianalisis lebih jauh.

### Hasil Pengujian Model 1

Sebelum dilakukan pengujian model 1 lebih jauh, dilakukan pengujian beda dua rata-rata nilai Tobin's Q antara perusahaan yang berada dalam kelompok perusahaan keluarga (147 data) dengan kelompok bukan perusahaan keluarga (102 data). Hasil *t-test* menunjukkan nilai *t* hitung sebesar 2,05 yang lebih besar dibandingkan dengan *t*-hitung pada alfa 5% *two-tail* dengan *df* 100 sebesar 1,984. Ini berarti dapat ditarik kesimpulan statistik bahwa kinerja perusahaan keluarga secara signifikan pada alfa 5% adalah lebih tinggi dibandingkan kinerja bukan perusahaan keluarga. Hanya saja hasil tersebut belum memperhitungkan variabel-variabel lain yang mungkin menjelaskan mengapa terjadi perbedaan kinerja antar dua kelompok yang signifikan. Karena itu maka dilakukan regresi berganda dengan memasukkan sejumlah varia-

bel sebagai variabel kontrol (peluang pertumbuhan, leverage, risiko perusahaan, ukuran dan usia perusahaan).

Tabel 2 berikut ini menyajikan ringkasan hasil regresi dari model 1 yang meliputi uji *t. prob F-value* dari model adalah 0,000 dengan *adjusted r-square* sebesar 28,69%. Adapun ringkasan hasil uji-t disajikan pada Tabel 2 berikut.

Hasil regresi model 1 menunjukkan bahwa setelah memperhitungkan sejumlah variabel kontrol, kinerja perusahaan keluarga secara signifikan tetap lebih rendah dibandingkan perusahaan non keluarga, meskipun variabel peluang pertumbuhan (*growth opportunity*), *leverage*, dan usia perusahaan secara signifikan juga berkontribusi terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q.

### Hasil Pengujian Model 2

Model 2 bertujuan untuk mengevaluasi bagaimana dampak persentase kepemilikan saham pada perusahaan keluarga terhadap kinerja, dan apakah hubungannya bersifat linier atau tidak. Data yang digunakan analisis ini hanya meliputi perusahaan dalam kategori perusahaan keluarga. Uji F atas model menunjukkan prob 0,000 tetapi dengan *adjusted r-square* sebesar 13% saja. Ringkasan hasil regresi disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil regresi model 2

| Variabel                  | <i>t-value</i> | <i>prob</i> | kesimpulan       |
|---------------------------|----------------|-------------|------------------|
| <i>intercept</i>          | -7,350         | 0,005       |                  |
| <i>Fper</i>               | 22,910         | 0,001       | signifikan       |
| <i>Fper2</i>              | -14,170        | 0,003       | signifikan       |
| <i>Growth Opportunity</i> | -3,080         | 0,282       | tidak signifikan |
| <i>Leverage</i>           | 0,724          | 0,369       | tidak signifikan |
| <i>firm's risk</i>        | -0,065         | 0,868       | tidak signifikan |
| <i>firm's age</i>         | -0,330         | 0,002       | signifikan       |
| <i>firm's size</i>        | -1,170         | 0,010       | signifikan       |

Tabel 4. Hasil regresi model 3

| Variabel                  | <i>t-value</i> | <i>prob</i> | kesimpulan       |
|---------------------------|----------------|-------------|------------------|
| <i>intercept</i>          | 1,57           | 0,000       |                  |
| <i>Fper</i>               | -1,88          | 0,000       | signifikan       |
| <i>Fper2</i>              | -1,99          | 0,000       | signifikan       |
| <i>Growth Opportunity</i> | -2,28          | 0,170       | tidak signifikan |
| <i>Leverage</i>           | 0,99           | 0,130       | tidak signifikan |
| <i>firm's risk</i>        | -0,08          | 0,790       | tidak signifikan |
| <i>firm's age</i>         | -0,44          | 0,000       | signifikan       |
| <i>firm's size</i>        | -0,50          | 0,170       | tidak signifikan |

Tabel 3 memperlihatkan bahwa pada perusahaan keluarga, persentase kepemilikan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang ditunjukkan dengan Tobin's Q. Namun, hubungan antara persentase kepemilikan keluarga dengan kinerja perusahaan tidak linier, melainkan kuadrat yang berarti pada tingkat tertentu hubungan tersebut berbalik tidak lagi positif melainkan negatif, dengan *inflection point* pada 76%. Artinya, ketika kepemilikan saham oleh keluarga mencapai 76%, terjadi pembalikan hubungan antara kepemilikan saham oleh keluarga dengan kinerja perusahaan.

### Hasil Pengujian Model 3

Pada model ketiga ini, sampel yang digunakan juga hanya perusahaan dengan kategori perusahaan keluarga dengan kepemilikan saham lebih dari 50%. Variabel *Genfamily*, yang merupakan variabel *dummy*, merepresentasikan keberadaan pendiri perusahaan (generasi pertama) dalam manajemen perusahaan. Adapun variabel *Genfamily*, yang juga merupakan variabel *dummy*, merepresentasikan keberadaan suksesor pertama (generasi kedua) dalam manajemen perusahaan. Secara rata-rata, 0,6927 atau 0,7 perusahaan keluarga masih melibatkan generasi pertama dalam mengelola perusahaan dan

hanya 21% yang dikelola oleh generasi kedua dan seterusnya. Pengujian *F-test* menunjukkan bahwa model 3 dapat digunakan untuk menarik kesimpulan dengan daya penjelas 71,15% (*adjusted r-square*). Hasil regresi uji-t dari model 3 disajikan pada tabel 4.

### DISKUSI DAN PEMBAHASAN

Tiga model yang dikembangkan dalam penelitian ini menjelaskan sejumlah hal dalam analisis bagaimana kepemilikan saham keluarga berdampak terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur dengan Tobin's Q sehingga dapat memperhitungkan bagaimana investor merespon atas kebijakan dan strategi yang diambil oleh perusahaan.

Pertama, kinerja Tobin's Q perusahaan keluarga secara signifikan lebih rendah dibandingkan kinerja perusahaan yang bukan merupakan perusahaan keluarga. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar mendiskon penilaian atas perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki keluarga. Hal ini sejalan dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa investor mendiskon penilaian atas perusahaan akibat adanya konflik keagenan.

Kedua, pada perusahaan keluarga, persentase kepemilikan berhubungan secara positif dengan kinerja Tobins's Qnya, namun hubungan itu tidak bersifat linier. Pada tingkat persentase kepemilikan keluarga sebesar 76%, hubungan itu berbalik menjadi negatif. Hubungan tidak linier ini selaras dengan temuan Anderson dan Reeb (2003), Morck et al (2004). Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar di Indonesia mendiskon lebih besar penilaian (valuasi) perusahaan ketika kepemilikan saham keluarga mencapai 76%. Investor yang tidak tergolong keluarga menilai bahwa keputusan-keputusan akan sangat berpihak kepada pemegang saham pengendali. Atau, temuan ini mungkin menjadi indikasi bahwa investor tidak tertarik untuk memperdagangkan di pasar sekunder saham-saham yang kepemilikannya pada suatu keluarga sangat besar.

Ketiga, keberadaan generasi pertama maupun generasi kedua sebagai CEO pada perusahaan keluarga secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Namun dari segi besaran dampak negatifnya, keberadaan generasi kedua sebagai CEO lebih besar dibandingkan dampak generasi pertama sebagai CEO. Padahal, pada perusahaan keluarga, hampir 70% CEOnya adalah dari generasi pertama, dan hanya 21% yang CEO nya generasi kedua. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar cenderung lebih skeptis ketika perusahaan dikelola oleh generasi kedua ketimbang dikelola oleh generasi pertama. Tetapi, ini merupakan dugaan sementara yang membutuhkan riset yang lebih jauh untuk menarik kesimpulan yang konklusif.

## KESIMPULAN

Penelitian ini secara umum mendukung teori keagenan dibandingkan teori *stewardship*. Artinya, hubungan prinsipal (pemegang saham

eksternal) dengan pengelola perusahaan lebih bersifat hubungan jangka pendek, bukan hubungan jangka panjang. Penelitian ini menemukan bahwa kinerja perusahaan keluarga secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan kinerja perusahaan non keluarga. Hubungan antara persentase kepemilikan keluarga dengan kinerja perusahaan juga ditemukan tidak linier dimana pada porsi kepemilikan keluarga diatas 76%, investor mendiskon valuasi saham perusahaan lebih tinggi dibandingkan pada saat porsi kepemilikan yang lebih rendah. Temuan lain dari penelitian ini adalah bahwa CEO perusahaan keluarga pada generasi kedua dipandang oleh investor secara lebih skeptis dibandingkan perusahaan dengan CEO dari generasi pertama, sehingga investor mendiskon penilaian saham perusahaan lebih besar. Penelitian ini sudah mengontrol sejumlah variabel yang mungkin berkontribusi terhadap kinerja perusahaan. Namun dibutuhkan riset yang lebih dalam untuk mengevaluasi faktor apa yang menjadi penyebabnya, mengingat bahwa perusahaan keluarga yang dikelola oleh generasi kedua seharusnya lebih adaptif terhadap perkembangan lingkungan dan teknologi dibandingkan perusahaan keluarga yang masih dikelola oleh CEO dari generasi pertama.

Berdasarkan temuan ini, kami menyarankan agar perusahaan keluarga memberi perhatian yang lebih besar dalam tata kelola perusahaan agar investor eksternal merasa bahwa kepentingannya diakomodir dengan cukup baik. Hal ini menjadi lebih penting ketika CEO perusahaan keluarga sudah mengalami suksesi ke generasi kedua. Dengan demikian maka harga saham perusahaan dapat menjadi lebih baik, yang berarti value bagi pemegang saham secara menyeluruh menjadi lebih baik

## DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, R. C. (2003). Founding-Family Ownership and firm performance :Evidence from S&P 500. *Journal of Finance*, 1301-1327.
- Berle, A. M. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace & World.

- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Komala, K dan Triono, R.A. (2020). Do a Celebrity Endorser and Live Broadcast Sponsorship Affect Purchase Intention in the case of PT Yamaha Indonesia Motor Manufacturing (YIMM)? on Contemporary Issues in Finance, Accounting and Consumer's Behavior, Nova Science publisher, New York, 269-288.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory : An assessment and review. *Academy of Management Review*, 57-74.
- Fama E.F.&Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Hall, A., & Nordqvist, M. (2008). Professional management in family businesses: Toward an extended understanding. *Family Business Review*, 21, 51-69.
- Jensen, M. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Mace, L. (1971). *Theories of Corporate Governance ; the philosophical foundations of corporate governance*. London and New York: Routledge, Taylor & Francis Group.
- Morck, R. & Y. (2004). Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship Theory and Practices* , 391-409.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K., & Wiklund, J. (2007). Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms. *Family Business Review*.
- Susanto, A., B. (2000). *World class family business*. Jakarta Consulting Group. Jakarta.
- Sindhuja, P. N. (2009). Performance and Value Creation: Family Managed Business Versus Non-Family Managed Business. *IUP Journal of Business Strategy*, 6.
- Poutziouris, P., Savva, C. S., & Hadjielias, E. (2015). Family involvement and firm performance: Evidence from UK listed firms. *Journal of Family Business Strategy*, 6(1), 14-32.
- Puteri, Utami Aria, (2009). *Analisis Pengaruh Sumber Pendanaan Internal dan Eksternal Terhadap Kemampuan Perusahaan Keluarga Berinvestasi*. Universitas Indonesia.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Setiawan, A., Dalimunthe, Z., & Rizkianto, E. (2020). Bankruptcy Risk among Indonesian Stock Exchange Listed Companies. *GATR Journal of Finance and Banking Review*. [https://doi.org/10.35609/jfbr.2019.4.4\(2\)](https://doi.org/10.35609/jfbr.2019.4.4(2))
- Ulupui, I. G. K. A., Utama, S., & Karnen, K. A. (2015). Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Kedekatan Direksi & Komisaris Dengan Pemilik Pengendali Terhadap Kompensasi Direksi & Komisaris Perusahaan Di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, 11(1), 62-74.
- Yeh, Y. H. (2001). Family control and corporate governance : Evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, Vol 2, 21-48