

FAMILY AS THE ULTIMATE OWNERSHIP AFFECTS TO FIRM PERFORMANCE

I Putu Sugiarta Sanjaya¹⁾

Email : siputusugiarta@yahoo.com

¹⁾Atma Jaya University, Yogyakarta

ABSTRACT

The objective of this paper is to investigate family ownership as controlling shareholder affecting to firm performance. Sample of this study is 604 observations during 2001-2007. This study uses purposive sampling to collect data from the Indonesian Stock Exchange. This study collects and searches ultimate ownership on chain of ownership structure in manufacturing companies. This study uses ultimate ownership because the reality of ownership structure in public companies in Indonesia is concentrated. This study identifies direct and indirect ownerships on chain of ownership. Based on direct and indirect, this study can identify ultimate ownership whether are family or not family ownership. This study uses return on assets to proxy firm performance. The return is operating income. The results of this study are family ownership negatively affect to firm performance. It indicates that higher ownership by family leads lower firm performance. These results suggest that entrenchment effect is more dominant than alignment effect on the family ownership.

Keywords: *Ultimate Ownership, Family, Firm Performance, Entrenchment Effect*

ABSTRAK

Tujuan studi ini adalah untuk menginvestigasi keluarga sebagai pemegang saham pengendali yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Sampel studi ini 604 observasi selama 2001-2007. Studi ini menggunakan purposive sampling untuk mengumpulkan data dari Bursa Efek Indonesia. Studi ini mengumpulkan dan menelusuri pemilik ultimat pada rantai struktur kepemilikan pada perusahaan-perusahaan manufaktur. Studi ini menggunakan pemilik ultimat karena realita struktur kepemilikan pada perusahaan publik di Indonesia terkonsentrasi. Studi ini mengidentifikasi kepemilikan langsung dan tidak langsung pada rantai kepemilikan. Berdasarkan pada kepemilikan langsung dan tidak langsung, studi ini dapat mengidentifikasi apakah pemilik ultimat adalah keluarga atau non keluarga. Studi ini menggunakan return on assets untuk proksi kinerja perusahaan. Return diukur dengan laba operasi. Hasil studi ini adalah kepemilikan perusahaan oleh keluarga secara negatif mempengaruhi kinerja perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa kepemilikan lebih besar oleh keluarga menyebabkan kinerja perusahaan menjadi menurun. Hasil ini menegaskan efek entrenchment lebih dominan dibanding efek alignment pada kepemilikan keluarga.

Katakunci: *Pemilik Ultimat, Keluarga, Kinerja Perusahaan, Efek Entrenchment*

PENDAHULUAN

Tujuan studi ini adalah untuk menginvestigasi pengaruh keluarga sebagai pemilik ultimat perusahaan publik terhadap kinerja perusahaan. Penulis termotivasi untuk melakukan studi ini karena, pertama, keluarga adalah mayoritas pemilik ultimat di beberapa perusahaan publik di Indonesia. Hal ini dibuktikan oleh Siregar (2006) dan Sanjaya (2011a). Kedua, beberapa peneliti di Indonesia menggunakan kepemilikan imediat untuk menentukan kepemilikan perusahaan oleh keluarga. Hal ini dilakukan oleh Prabowo dan Simpson (2011). Kepemilikan imediat atau kepemilikan langsung tidak dapat digunakan untuk menentukan kepemilikan perusahaan oleh keluarga atau bukan keluarga. Ketiga, penelitian yang menelusuri kepemilikan ultimat di Indonesia masih sangat terbatas jumlahnya seperti yang dilakukan oleh Febrianto (2005), Siregar (2006), Septiyanti (2007), Kresnawati (2007), Sanjaya (2010, 2011a, 2011b, 2012). Kepemilikan perusahaan publik di Indonesia banyak dilakukan dengan cara struktur kepemilikan piramida (Siregar, 2006; dan Sanjaya, 2011a).

Salah satu bukti anekdot struktur kepemilikan piramida untuk menelusuri keluarga sebagai pemilik ultimat adalah pada PT GT Petrochem Industries Tbk tahun 2001 dan PT Tunas Baru Lampung Tbk tahun 2001 yang diperoleh dari Pusat Data Bisnis Indonesia. Kepemilikan PT GT Petrochem Industries Tbk pada tingkat kepemilikan imediat tidak ditemukan pemegang saham ultimat. Pada rantai kepemilikan langsung tidak ada nama keluarga atau individu sebagai pemegang saham PT GT Petrochem Industries Tbk. Pemegang saham pada kepemilikan langsung adalah satu perusahaan non publik

dan satu perusahaan publik yaitu PT Gajah Tunggal Mulia (19,20%), PT Gajah Tunggal Tbk (50,19%), dan publik (30,61%). Penelusuran rantai kepemilikan PT Gajah Tunggal Tbk ditemukan PT Gajah Tunggal Mulia (57,18%), PT Gajah Tunggal Sakti (10,08%), PT Surya Grahareksa (0,01%), koperasi (0,29%), dan publik (32,50%). Tidak ada nama keluarga atau individu dalam rantai kepemilikan langsung PT Gajah Tunggal Tbk.

Penelusuran dilanjutkan dengan menelusuri kepemilikan PT Gajah Tunggal Mulia dan ditemukan Sjamsul Nursalim (2,50%) dan PT Daya Patria Corporation (97,50%). Pada rantai kepemilikan ini juga belum diketahui siapa pemilik ultimat perusahaan ini. Penelusuran dilakukan pada kepemilikan PT Daya Patria Corporation. Ada beberapa nama ditemukan seperti Sjamsul Nursalim (41,25%), Itjih Sjamsul Nursalim, Gustimego (3,13%), Fredy Gozali (2,50%), Muljati Gozali (3,13%), dan Hendra Soerijadi (2,50%). Itjih adalah istri Sjamsul Nursalim. Gustimego, Fredy Gozali, dan Muljati Gozali adalah kerabat Itjih Sjamsul Nursalim. Oleh karena itu, mereka dapat digolongkan dalam satu keluarga. Berdasarkan penelusuran ini, keluarga Sjamsul Nursalim adalah pemilik ultimat baik pada PT GT Petrochem Industries Tbk dan PT Gajah Tunggal Tbk. Fredy Gozali menjadi Presiden Direktur PT GT Petrochem Industries Tbk dan Gustimego menjadi Wakil Presiden Komisaris PT GT Petrochem Industries Tbk. Sementara, Sjamsul Nursalim menjadi Presiden Komisaris PT Gajah Tunggal Tbk dan Gustimego dan Mulyati Gozali menjadi Wakil Presiden Direktur dan Direktur PT Gajah Tunggal Tbk.

Ini adalah salah satu gambaran umum kepemilikan perusahaan yang ada di Indonesia. Menurut Siregar (2006),

ada 55,61% perusahaan publik yang menggunakan struktur kepemilikan piramida. Sementara, Sanjaya (2011b) menemukan 68,49% perusahaan publik dalam industri manufaktur selama periode 2001 sampai 2007 yang dikendalikan atau dimiliki oleh keluarga. Fenomena ini penting untuk diteliti yang berhubungan dengan kinerja perusahaan. Apakah kepemilikan ultimat oleh keluarga memberi dampak positif atau negatif bagi kinerja perusahaan.

McConaughy et al. (1998) and Anderson and Reeb (2003) menjelaskan bahwa kendali oleh keluarga seharusnya meningkatkan nilai perusahaan. Keluarga sebagai pemegang saham memiliki suatu kepentingan dalam meminimalisasi konflik kepentingan dan mengelola perusahaannya untuk menciptakan nilai bagi perusahaan. Ketika keluarga masih memiliki hubungan dengan perusahaan untuk periode yang lama, mereka memiliki suatu perspektif jangka panjang yang lebih kondusif untuk membuat keputusan dalam penciptaan nilai bagi perusahaan. James (1999) berpendapat bahwa keluarga berinvestasi dalam pola yang efisien karena mereka lebih fokus dengan transfer kekayaan bagi generasinya dibanding mengkonsumsi sendiri semasa hidupnya. Holderness and Sheehan (2000) menegaskan bahwa kebutuhan untuk mempertahankan suatu hubungan baik dengan masyarakat investasi untuk memfasilitasi peningkatan kas masa depan dan memperoleh biaya modal yang lebih rendah mendorong keputusan-keputusan yang optimal bagi perusahaan.

Studi-studi yang menguji hubungan antara kepemilikan keluarga dan nilai perusahaan menghasilkan hasil yang beraneka ragam (*mixed*). Smith dan Amoako-Adu (1999), Morck et al. (2000), Perez-Gonzalez (2001) dan Claessens et al. (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga secara negatif mempengaruhi

kinerja perusahaan. Sementara, McConaughy et al. (1998), Anderson dan Reeb (2003), dan Barontini and Caprio (2004) membukukan suatu hubungan positif antara kontrol oleh keluarga dan nilai perusahaan.

Dalam bagian berikutnya, paper ini menjelaskan tentang kajian teori dan pengembangan hipotesis. Berikut, paper ini membahas tentang desain riset. Pada bagian empat paper ini, dijelaskan tentang hasil penelitian. Terakhir, paper ini menjelaskan simpulan, keterbatasan, dan saran.

TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kepemilikan Keluarga

Secara historis, pemisahan kepemilikan dan manajemen menjadi dasar yang penting dalam tata kelola perusahaan. Hubungan pemilik dan manajemen yang tidak secara langsung dekat dalam hal pengelolaan perusahaan. Sepanjang pemilik adalah pemegang saham tunggal atas perusahaannya, ia kemungkinan mengikuti perkembangan perusahaan dan mengawasi manajemen perusahaan seperti yang terjadi dalam perusahaan keluarga.

Ketika kepemilikan saham menjadi tersebar, ini menjadi lebih sulit untuk mempertahankan pengawasan langsung oleh para pemegang saham. Secara khusus dalam kasus kepemilikan saham tersebar pada perusahaan publik, kekuatan pengawasan oleh pemilik menjadi tiada. Manajer lebih tertarik untuk memikirkan kepentingannya dibanding kepentingan para pemegang saham. Ini adalah potensi untuk menimbulkan konflik kepentingan yang lebih dikenal sebagai teori "*principal-agent*". Dalam suatu model, seseorang mencari mekanisme pendisiplinan untuk menekan manajer agar mereka memberi perhatian yang lebih kepada kepentingan

para pemegang saham. Seorang direktur independen di sini berfungsi sebagai satu dari sekian banyak pengungkit yang fundamental. Mekanisme pendisiplinan yang lain adalah remunerasi yang berkaitan dengan kinerja yang dibayar dalam bentuk saham atau opsi karena pasar dapat mengendalikan perusahaan dan mengganti manajemen yang berkinerja buruk.

Apapun model perusahaan, pemegang saham tetap mendelegasikan kewenangan kepada dewan direksi. Dewan direksi mengawasi atau mensupervisi perusahaan pada umumnya dan manajemen secara khusus di samping dewan menetapkan kebijakan dan strategi umum perusahaan. Ini menunjukkan bahwa manajemen dipercaya hari demi hari untuk mengimplementasikan strategi dan rencana perusahaan. Karena perusahaan keluarga kurang pengawasan profesional oleh pemegang saham. Secara khusus dalam perusahaan keluarga, ada kebutuhan untuk direktur independen dan profesional.

Perusahaan keluarga adalah perusahaan yang mana anggota pendiri perusahaan melanjutkan posisi kepemilikannya dalam manajemen puncak, dewan, atau sebagai *blockholders* perusahaan. Perusahaan keluarga dikarakteristikan oleh kepemilikan terkonsentrasi keluarga pendiri perusahaan dan melibatkan secara aktif anggota keluarga ini dalam manajemen perusahaan. Ini dikategorikan sebagai kepemilikan terkonsentrasi keluarga pendiri perusahaan dan melibatkan secara aktif anggota keluarganya dalam manajemen perusahaan sebagai top eksekutif atau direksi.

Dalam perusahaan publik, perusahaan-perusahaan dikendalikan oleh keluarga yang menunjukkan jumlah yang signifikan di Asia dan Eropa (Faccio dan Lang, 2002; La Porta et al., 1999). Menurut Anderson dan Reeb (2003), kira-kira 1/3 perusahaan yang dimiliki secara publik di

Amerika Serikat diklasifikasi sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga. Dampak kendali keluarga dalam perusahaan mungkin berbeda antara perusahaan publik yang dikendalikan keluarga dan perusahaan privat. Karena perusahaan publik cenderung dihadapkan pada biaya keagenan antara manajer dan pemegang saham yang sering tidak terjadi pada perusahaan privat. Lebih lanjut, perusahaan publik mungkin menghadapi biaya keagenan yang lain antara pemegang saham pengendali dan non pengendali sebagai akibat dari struktur kepemilikan piramida dan kepemilikan silang.

Literatur menegaskan bahwa kepemilikan keluarga mungkin memiliki dampak positif bagi perusahaan. Berdasarkan pada karakteristik spesifik, perusahaan keluarga sering dikaitkan dengan hubungan *innate household*. Keluarga sebagai pemegang saham keluarga memiliki kecenderungan untuk memindahkan kontrolnya kepada anak-anaknya untuk tetap mengendalikan perusahaan (Lubatkin et al., 2005). Sebagai akibatnya, pemegang saham keluarga dapat didorong untuk menginvestasikan pada perusahaan lebih efektif (Bruton et al., 2003; James, 1999; Westhead dan Cowling, 1998). Lebih lanjut, sebuah perusahaan keluarga sering berkaitan dengan keterlibatan keluarga yang begitu tinggi dan perioda yang panjang dalam manajemen. Kemudian perusahaan-perusahaan yang dikendalikan keluarga memiliki pengalaman yang lebih dalam pengakuan oportunitis dan ketidakpastian dan menjadi lebih memiliki wawasan perencanaan (*planning horizons*) yang jangka panjang. Ini tidak hanya mendorong peningkatan yang berkelanjutan, tetapi juga mendorong keluarga untuk memiliki *patience* selama investasi dalam peluang-peluang bisnis yang baru untuk menciptakan kekayaan keluarga (Casson, 1999 dan Zahra, 2005).

Lebih lanjut, teori keagenan menegaskan bahwa pemisahan kepemilikan dan kendalian pada perusahaan publik dapat menyebabkan manajer mengerjakan apa yang menjadi kepentingannya di atas kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Anderson dan Reeb (2003), Shleifer dan Vishny (1986), dan Jensen dan Meckling (1976), ketika keluarga sebagai pemegang saham, mereka akan memiliki insentif untuk mempromosikan masalah keagenan dan mengawasi keputusan-keputusan manajerial yang berkaitan dengan proyek perusahaan yang efektif. Menurut Bruton et al. (2003), hal ini dilakukan untuk menjaga nilai perusahaan jangka panjang dan mendorong manajemen untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Kepemilikan keluarga, bisa jadi merintang (berdampak negatif) sebuah perusahaan untuk berinvestasi dalam usaha penciptaan nilai perusahaan. Karena ada efek nepotisme. Berdasarkan efek ini, perusahaan yang dikendalikan keluarga mungkin lebih memilih untuk menempatkan anggota keluarga yang relatif kurang kompeten. Menurut Lubatkin et al. (2005), nilai perusahaan akan menurun ketika pegawai dari anggota keluarga yang tidak kualifikasi ditempatkan pada posisi tim manajemen perusahaan. Nepotisme juga dapat mengurangi efektivitas dalam pengawasan agen oleh keluarga. Karena hubungan ini terjadi antara anak dan orang tua yang secara potensial menjadi bias dalam membuat pertimbangan atau penilaian atas kinerja agen yang anaknya sendiri (Lubatkin et al., 2005; Schulze et al., 2003; Schulze et al., 2001).

Nepotisme juga dapat menyebabkan pemilik keluarga untuk menguntungkan diri sendiri ketika mereka memutuskan untuk membuat keputusan pengembangan perusahaan. Dalam nepotisme ini, mereka

juga salah menggunakan sumber daya perusahaan dalam aktivitas perusahaan untuk keuntungan pribadi. Praktik struktur kepemilikan piramida dan kepemilikan silang memfasilitasi pemilik keluarga untuk mengendalikan perusahaan pada porsi lebih besar hak kontrol dibanding hak aliran kas. Struktur ini adalah populer di Indonesia (Siregar, 2006; dan Sanjaya, 2011a). Dalam hal demikian, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menjadi lebih termotivasi untuk mengekspropriasi sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi yang akan menjadi beban bagi pemegang saham non pengendali (Claessens et al., 2002; La Porta et al., 1999). Dalam hal demikian, investasi dalam proyek-proyek perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga tidak bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Sisi Positif Kendali Keluarga Bagi Perusahaan

Persaingan antara perusahaan keluarga dan non-keluarga dapat dilihat dari dua perspektif yaitu kepemilikan (*ownership*) dan manajemen (*management*). Dari perspektif kepemilikan, keunikan perusahaan keluarga adalah bahwa anggota keluarga menguasai aset perusahaan secara substansial. Dari persepektif manajemen, satu karakteristik umum dari perusahaan keluarga adalah bahwa anggota keluarga menjadi manajemen puncak perusahaan.

Demsetz dan Lehn (1985) berpendapat bahwa posisi ekuitas yang terkonsentrasi dan kontrol manajemen, yang termasuk keberadaan keluarga pendiri perusahaan, memberi keluarga suatu keunggulan untuk pengawasan perusahaan tersebut. Investor yang terkonsentrasi memiliki insentif lebih besar dibanding kepemilikan tersebar untuk menghindari konflik antara pemilik dan manajer dan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan. Ketika kekayaan dari perusahaan secara kuat

berhubungan dengan kinerja perusahaan, anggota keluarga memiliki insentif yang kuat untuk mengawasi manajer profesional. Sebagai akibatnya, *free-rider* yang dihubungkan dengan perusahaan non-keluarga dengan kepemilikan saham yang tersebar dapat dikurangi. Karena kepemilikan terkonsentrasinya, anggota keluarga juga memiliki lebih besar kekuasaan pemegang saham yang lainnya untuk mencapai tujuan mereka. Anderson dan Reeb (2003), dan Burkart et al., (2002) mengamati bahwa perusahaan-perusahaan dengan lebih aktif keterlibatan oleh anggota keluarga cenderung mempunyai kinerja yang lebih baik.

Lubatkin et al. (2005) menegaskan bahwa suatu ciri unik sebuah perusahaan keluarga adalah hubungan antara anak dan orang tua dalam bisnis. Dalam hubungan ini, anggota keluarga mencoba untuk meyakinkan bahwa mereka memiliki hak untuk mengalokasikan properti perusahaan (Stark dan Falk, 1998). Pandangan ini mempunyai konsekuensi penting karena ini dapat membantu menyelaraskan pilihan-pilihan untuk strategi pertumbuhan dan pengambilan risiko antara keluarga dan perusahaan. Pemegang saham keluarga lebih tertarik untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Lebih jauh, berdasarkan pada sifat hubungan *household*, anggota keluarga sering lebih mempertimbangkan pihak lain dibanding pihak luar. Hal ini akan mensejajarkan insentif di antara anggota keluarga (Eshel et al., 1998). Sebagai akibatnya, manajer keluarga akan berkomitmen untuk menjalankan organisasi dengan baik (Lubatkin et al., 2005).

Dari perspektif *stewardship*, individu-individu secara organisasional dan kolektivitas ada dalam kebutuhan pada level yang lebih tinggi seperti *self-actualization*. Manajer keluarga ingin berkomitmen untuk menciptakan keberhasilan organisasi di atas

kepentingan pribadi (Davis et al., 1997). Kedua efek *household relations* dan *stewardship* menegaskan bahwa manajer padaperusahaan yang dikendalikan oleh keluarga mungkin tidak menjadi sarana untuk pemenuhan kepentingan pribadi semata. Melainkan, mereka sering bertindak yang terkait dengan kemanfaatan *stakeholders*-nya (Fox dan Hamilton, 1994). Pemegang saham keluarga juga sering memiliki informasi yang lebih baik tentang perusahaan, yang dapat mendorong mereka untuk menjalankan perusahaannya dengan perspektif jangka panjang (Bruton et al., 2003). Davis (1983) menegaskan bahwa *family bonds* dan kepercayaan dapat menjadikan perusahaan keluarga suatu keunggulan dalam persaingan dibanding bisnis non keluarga. Temuan Miller et al. (2008) mendukung pandangan ini bahwa manajer keluarga sering bertindak dengan prinsip-prinsip *stewardship*.

Manajer profesional bisa juga berpartisipasi dalam pengoperasionalisasi perusahaan-perusahaan keluarga publik. Hal ini dapat menciptakan konflik kepentingan antara manajer profesional dan keluarga sebagai pemegang saham pengendali (Chau et al., 2009). Literatur yang berbasis teori keagenan berpendapat bahwa pemegang saham pengendali memiliki cukup kekuatan dan insentif untuk mengawasi secara efisien keputusan-keputusan manajerial. Menurut Shleifer dan Vishny (1997), pemegang saham yang besar (*large shareholders*) dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan para pemegang saham.

Keluarga pengendali mungkin juga memiliki insentif, kekuasaan, dan informasi yang sama untuk mengawasi manajer. Misalkan, representasi keluarga pengendali dapat mengurangi kemungkinan manajer untuk memenuhi kepentingan pribadinya (Anderson dan Reeb, 2003). Kepemilikan terkonsentrasi dapat membantu pemilik untuk menurunkan diskresi manajer (Jensen

dan Meckling, 1976; Shleifer dan Vishny, 1986). Anderson dan Reeb (2003) dan Hoskisson et al. (1994) menegaskan bahwa *blockholders* bisa jadi tidak mengizinkan suatu strategi buruk untuk diikuti yang akan berdampak buruk pada kinerja perusahaan.

Sisi Negatif Kendali Keluarga bagi Perusahaan

Efek nepotisme dalam suatu perusahaan publik yang dikendalikan oleh keluarga bisa juga menyebabkan anggota keluarga untuk meyakini bahwa mereka adalah *free ride* dan tidak berkaitan dengan tanggung jawabnya (Lubatkin et al., 2005; Perez-Gonzalez, 2006; Schulze et al., 2003). Dalam nepotisme, suatu perusahaan keluarga bisa jadi mempunyai suatu keinginan untuk memberi anggota keluarga kenyamanan kerja yang tidak tersedia di tempat lain. Akan tetapi, anggota keluarga bisa jadi tidak memiliki kualifikasi yang cukup untuk menempati posisi tersebut. Karena, perusahaan keluarga akan lebih memilih untuk menempatkan anggota keluarganya dibanding memilih pihak profesional (Perez-Gonzalez, 2006; Weidenbaum, 1996).

Yeh (1994) menjelaskan bahwa anggota keluarga sering terlibat dalam manajemen puncak perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga. Ketika CEO atau direktur terbatas bagi anggota keluarga, pilihan ini dapat berdampak buruk bagi perusahaan karena ada risiko pada pemilihan proyek yang tidak menguntungkan perusahaan (Ben-Amar dan Andre, 2006; Lubatkin et al., 2005; Yeh dan Woitdke, 2005).

Nepotisme dapat juga secara sistematis menguntungkan keluarga dibanding perusahaan. Hal ini dapat mengurangi efektivitas pengawasan dan pendisiplinan pada agen keluarga (Schulze et al., 2003). Ketika kekuatan keluarga melindungi agen keluarga, agen ini dapat

mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk proyek yang tidak efisien tanpa tekanan untuk diganti (Ben-Amar dan Andre, 2006; Schulze et al., 2001; Villalonga dan Amit, 2006). Yeh and Woitdke (2005) menegaskan bahwa perusahaan-perusahaan di Taiwan dengan jumlah direktur yang terkait dengan keluarga sebagai kendali perusahaan menyebabkan penurunan nilai perusahaan.

Nepotisme dapat menciptakan biaya keagenan yang lebih spesifik dalam perusahaan keluarga. Ini akibat dari insentif struktur perusahaan keluarga yang diperoleh keluarga yang berkaitan dengan nepotisme (Schulze et al., 2001). Masalah pengendalian sendiri timbul dari kurang kemampuan dan pengawasan disiplin yang sepatutnya dilakukan. Perusahaan-perusahaan keluarga publik akan dihadapkan pada masalah-masalah kontrol sendiri karena mereka secara mudah mendapatkan pendanaan dari berbagai macam sumber publik dibanding perusahaan privat. Akibatnya, pemegang saham pengendali dalam perusahaan publik memiliki suatu perhatian untuk menggunakan aset perusahaan untuk manfaat anggota keluarga (Lubatkin et al., 2005).

Ketika sebuah perusahaan publik diikuti oleh masalah kontrol sendiri (*self-control*) dan nepotisme, ini adalah hal yang sangat sulit bagi manajer keluarga untuk mengembangkan perusahaan dalam usaha penciptaan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Misalkan, melalui partisipasi dalam *joint ventures*, manajer keluarga akan memperluas jaringannya untuk mendapatkan manfaat sosial seperti status atau prestis. Ini dapat menciptakan manfaat ekonomi seperti kesempatan kerja di dalam perusahaan atau kerjasama organisasi (Reuer dan Ragozzino, 2006). Manfaat ekonomi ini lebih jauh menguntungkan anggota keluarga.

Hasil Penelitian Sebelumnya

Ng (2005) menguji hubungan antara kepemilikan keluarga dan kinerja perusahaan dalam suatu lingkungan kepemilikan oleh keluarga yang diproksikan dengan kepemilikan manajerial. Studi ini menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan keluarga dan kinerja keuangan seperti dalam bentuk kubik dengan pola *entrenchment-alignment-entrenchmen*.

Hasil ini menunjukkan kepemilikan manajerial 1%-16,86% menyebabkan kinerja perusahaan menurun. Ketika kepemilikan manajerial 16,87%-63,17%, kepemilikan keluarga menyebabkan kinerja perusahaan meningkat. Ketika kepemilikan keluarga lebih dari 63,17%, kinerja perusahaan kembali menurun.

Yeh et al. (2001) menganalisis kendali oleh keluarga dan tata kelola perusahaan yang menggunakan sampel perusahaan-perusahaan Taiwan. Hasil penelitian Yeh et al. (2001) menunjukkan ada hubungan yang tidak linear antara perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga dan kinerja perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang dikendalikan keluarga yang memiliki level kontrol yang rendah memiliki kinerja lebih rendah dibanding perusahaan-perusahaan yang dikendalikan keluarga dengan level kontrol yang lebih tinggi dan perusahaan dimiliki secara luas.

Anderson dan Reeb (2003) menginvestigasi hubungan antara perusahaan yang didirikan oleh keluarga dan kinerja perusahaan. Penelitian ini menemukan perusahaan keluarga mempunyai kinerja yang lebih baik dibanding perusahaan non keluarga.

Villalonga dan Amin (2006) menganalisis isu pemisahan hak kontrol dan hak aliran kas pada sampel perusahaan yang termasuk dalam daftar Fortune 500 antara tahun 1994 sampai 2000. Villalonga dan Amin (2006) membukukan bahwa konsentrasi kepemilikan keluarga secara positif berhubungan dengan profitabilitas.

Hasil ini menegaskan bahwa kepemilikan keluarga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Akan tetapi, mekanisme yang dapat meningkatkan kontrol melalui lintas kepemilikan, piramida, dan *multiple voting shares* secara negatif mempengaruhi kinerja perusahaan.

Klein et al. (2005) menganalisis hubungan nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q* dan indeks tata kelola perusahaan yang efektif untuk sampel 263 perusahaan publik di Kanada. Klein et al. (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga sebagai bagian dari tata kelola perusahaan secara negatif mempengaruhi nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga di Kanada tidak membuat pengelolaan perusahaan menjadi lebih baik tetapi menjadi lebih buruk.

Ibrahim dan Samad (2011) membandingkan tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan antara perusahaan publik di Malaysia dari tahun 1999 sampai 2005 yang dimiliki oleh keluarga dan non keluarga. Studi ini membukukan bahwa nilai perusahaan secara rata-rata lebih rendah bagi perusahaan yang dimiliki keluarga dibanding dimiliki non keluarga.

Prabowo dan Simpson (2011) menganalisis hubungan antara struktur dewan dan kinerja perusahaan dalam perusahaan-perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga (*family-controlled firms*). Prabowo dan Simpson (2011) menggunakan sampel perusahaan-perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Prabowo dan Simpson (2011) menemukan bahwa direktur independen dalam dewan memiliki hubungan yang tidak signifikan dengan kinerja perusahaan. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan oleh keluarga secara negatif berhubungan dengan kinerja perusahaan. Ini berarti semakin besar kepemilikan oleh keluarga menyebabkan semakin rendah kinerja perusahaan.

Kepemilikan perusahaan publik oleh keluarga di Indonesia tidak menjadi berita baik bagi pelaku pasar modal. Karena mereka cenderung akan memanfaatkan kekuatan kendalanya terhadap perusahaan yang akan berdampak pada penurunan kinerja.

Hipotesis

Menurut Berghe dan Carchon (2002), suatu perusahaan keluarga adalah sebuah perusahaan yang mana anggota pendiri perusahaan melanjutkan posisi kepemilikannya dalam manajemen puncak, dewan, atau sebagai *blockholders* perusahaan. Karakteristik perusahaan keluarga adalah kepemilikan terkonsentrasi oleh keluarga pendiri perusahaan.

Ada dua perspektif dalam perusahaan keluarga yaitu kepemilikan (*ownership*) dan manajemen. Berdasarkan sudut pandang kepemilikan, keluarga menguasai aset perusahaan, sementara dari sudut pandang manajemen, anggota keluarga menjadi manajemen puncak perusahaan.

Kepemilikan perusahaan oleh keluarga dapat menjadi baik atau buruk bagi perusahaan. Keberadaan keluarga pendiri perusahaan menjadi keunggulan untuk pengawasan perusahaan. Keluarga memiliki kesempatan yang besar untuk mengawasi manajer profesional dalam usaha menjaga kinerja perusahaan. Secara empiris dampak positif perusahaan keluarga dibuktikan oleh Villalonga dan Amin (2006), Anderson dan Reeb (2003) dan Burkart et al. (2002).

Ciri unik perusahaan keluarga adalah ada hubungan antara anak dan orang tua. Ini dapat membantu menyelaraskan pilihan strategi untuk pertumbuhan perusahaan. Keluarga tertarik pada proyek yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pada sifat hubungan *household*, keluarga lebih mementingkan pihak lain di atas kepentingannya. Dalam hal demikian,

manajer keluarga akan berkomitmen untuk menjalankan organisasi dengan baik.

Ada *self-actualization* pada keluarga sehingga manajer keluarga berkomitmen untuk menjalankan perusahaan dengan benar. Keluarga memiliki informasi lebih tentang perusahaan dalam perspektif jangka panjang. Keluarga pengendali juga memiliki insentif, kekuasaan, dan informasi yang sama untuk mengawasi manajer. Keluarga dapat mengurangi kemungkinan tindakan manajer yang hanya untuk kepentingan pribadi. Kepemilikan terkonsentrasi juga dapat membantu pemilik untuk mengurangi diskresi manajer. Keluarga juga tidak mengizinkan strategi buruk yang berdampak buruk pada kinerja perusahaan.

Keluarga juga memiliki sisi negatif seperti yang dikemukakan oleh Klein et al. (2005), Ibrahim dan Samad (2011), dan Prabowo dan Simpson (2011). Ini terjadi karena ada efek nepotisme. Nepotisme dapat menyebabkan anggota keluarga sebagai *free rider*. Dalam nepotisme, keluarga pemilik akan memberi kenyamanan bagi anggota padahal mereka tidak memiliki kualifikasi yang cukup. Perusahaan keluarga lebih memilih anggota keluarganya dibanding memilih pihak profesional untuk posisi tertentu dalam perusahaan.

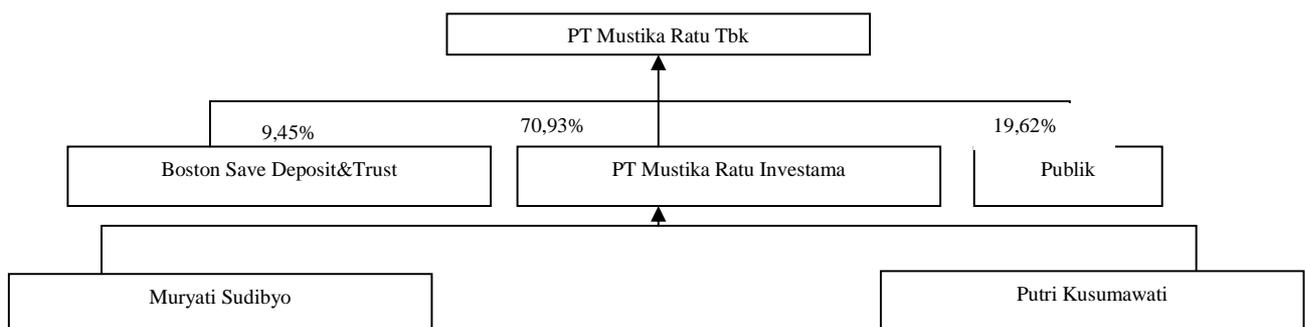
Ketika direktur perusahaan terbatas bagi anggota keluarga, ini akan berdampak buruk bagi perusahaan seperti yang dikemukakan oleh Ben-Amar dan Andre (2006), Lubatkin et al. (2005), dan Yeh dan Woidtke (2005). Nepotisme hanya menguntungkan keluarga dibanding perusahaan. Ini dapat mengurangi efektivitas pengawasan pada agen keluarga sehingga agen dapat mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk proyek yang tidak menguntungkan. Perusahaan keluarga dihadapkan pada masalah kontrol sendiri (*self-control*) sehingga mereka cenderung menggunakan aset perusahaan untuk kepentingan keluarga. Kontrol sendiri dan

nepotisme menjadi faktor yang sangat sulit bagi manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Perusahaan keluarga di Indonesia dimiliki melalui struktur kepemilikan piramida. Dalam struktur ini, ada kepemilikan langsung dan tidak langsung. Data kepemilikan tidak langsung tidak tersedia bagi publik. Bahkan, perusahaan ini tidak secara sukarela mengungkapkan ini dalam pelaporan keuangannya. Hal ini sangat jelas pada kasus PT Bank Century Tbk yang mana pemegang saham pengendali tidak ada pada kepemilikan langsung yang ada dalam laporan keuangan. Keluarga memiliki perusahaan publik dilakukan melalui perusahaan-perusahaan privat yang sulit diakses oleh publik. Ini menjadi insentif yang besar bagi keluarga sebagai pemegang saham pengendali untuk melakukan tindakan ekspropriasi. Sanjaya (2010, 2011b, 2012b) menemukan bahwa efek *entrenchment* lebih dominan dibanding efek *alignment* pada perusahaan publik di Indonesia. Oleh karena itu, studi ini menduga bahwa keluarga sebagai pemilik ultimat atau pemegang saham pengendali menyebabkan kinerja perusahaan turun. Untuk membuktikan dugaan ini secara empiris, studi ini merumuskan hipotesis sebagai berikut.

Ha: Keluarga sebagai pemilik ultimat berpengaruh secara negatif pada kinerja perusahaan.

METODE ANALISIS



Sampel

Sampel penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2001 sampai 2007. Pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*. Sampel kelompok industri manufaktur terdaftar selama 2001-2007. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan selama 2001-2007. Teknik pengumpulan data studi ini adalah data arsip. Salah satu bentuk pengumpulan data arsip adalah data sekunder. Data sekunder diperoleh dari beberapa sumber seperti Bursa Efek Indonesia untuk laporan keuangan auditan dan Database OSIRIS serta Pusat Data Bisnis Indonesia untuk kepemilikan ultimat. Jumlah tahun perusahaan (year firm) adalah sebanyak 604 perusahaan.

Variabel Penelitian

Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan keluarga. Variabel ini dinilai dengan menggunakan skala nominal. Nilai 1 adalah kepemilikan keluarga dan 0 adalah lainnya. Untuk mengetahui perusahaan publik dimiliki oleh keluarga sebagai pemilik ultimat, penulis melakukan penelusuran dalam rantai kepemilikan perusahaan baik dilakukan secara langsung maupun tidak langsung. Penulis mengambil contoh ilustrasi dalam proceeding Sanjaya (2011) sebagai berikut.

Berikut ini adalah struktur kepemilikan tanpa mekanisme pada PT Mustika Ratu Tbk.

Putri Kusumawati adalah putri Mooryati Soedibjo dan Soedibjo Purbo Hadiningrat sehingga PT Mustika Ratu Investama dimiliki oleh keluarga Mooryati 100%. Dengan demikian, hak kontrol dan hak aliran kas keluarga Mooryati adalah 70,93%. Ini adalah keluarga sebagai pemegang saham pengendali yaitu keluarga Muryati Sudibyo karena Putri K. adalah anak dari Muryati S.

Variabel Depeden

Variabel depeden dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Kinerja ini diprosikan dengan rasio ROA (Return on Assets). Rasio ini diukur dengan laba operasi dibagi dengan total aset.

Variabel Kontrol

Dalam studi ini, ada dua variabel kontrol yaitu leverage dan size perusahaan. Kedua variabel secara konsisten digunakan sebagai variabel kontrol agar model penelitian menjadi lebih baik dalam menjelaskan tentang kausalitas antara variable indenpenden dan dependen.

Model Empiris

Model empiris dalam penelitian ini menggunakan regeresi berganda sebagai berikut.

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{Keluarga}_{it} + \beta_2 \text{Leverage}_{it} + \beta_1 \text{Size}_{it} + e_i$$

HASIL ANALISIS

Statistik Deskriptif

Tabel: 1
Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ROA	.0567	.05665	604
LEVERAGE	1.4018	1.77459	604
SIZE	27.2960	1.50951	604
KELUARGA	.7086	.45478	604

Output statistik deskriptif di Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah sampel adalah 604. Nilai mean kinerja perusahaan adalah 0,0567. Deviasi standar kinerja perusahaan adalah 0,05665. nilai mean *Leverage* adalah 1,4018 dan deviasi standar 1,77459. Nilai mean *Size* adalah 27,2960 dengan deviasi standar adalah 1,509.

Hasil Uji Hipotesis

Sebelum uji hipotesis, studi ini sudah melakukan pengujian asumsi klasik. Normalitas, autokorelasi, multikolinieritas, dan heteroskedastisitas tidak ada dalam model empiris.

Dependent Variable: ROA				
Method: Least Squares				
Date: 06/21/12 Time: 11:58				
Sample: 1 604				
Included observations: 604				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEVERAGE	0.010351	0.001172	8.829209	0.000
SIZE	0.003544	0.001382	2.56451	0.0106
KELUARGA	-0.05101	0.004356	-11.7097	0.000
C	-0.0184	0.038686	-0.47557	0.6346
R-squared	0.271015	Mean dependent var		0.056694
Adjusted R-squared	0.26737	S.D. dependent var		0.056651
S.E. of regression	0.04849	Akaike info criterion		-3.20833
Sum squared resid	1.410752	Schwarz criterion		-3.17917
Log likelihood	972.9155	F-statistic		74.35402
Durbin-Watson stat	2.027399	Prob(F-statistic)		0.000

Berdasarkan hasil analisis data di Tabel 2 menunjukkan bahwa keluarga secara negatif dan signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan. Ini ditunjukkan oleh nilai koefisien keluarga bernilai -0,05101 dan secara statistik signifikan pada alfa 1%.

Hasil ini menunjukkan bahwa keberadaan keluarga sebagai pemegang saham pengendali atau pemegang saham ultimat tidak menguntungkan bagi perusahaan. Hasil ini juga mendukung sisi buruk keberadaan keluarga dalam perusahaan publik. Berdasarkan hasil analisis ini hipotesis penelitian (H_1) didukung. Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian yang dilakukan di luar negeri seperti Ibrahim dan Samad (2011), dan Prabowo dan Simpson (2011) Klein, Shapiro, dan Young (2005). Smith dan Amoako-Adu (1999), Morck, Strangeland, dan Yeung (2000), Perez-Gonzalez (2001) dan Claessens et al. (2002) yang menunjukkan kepemilikan keluarga secara negatif mempengaruhi kinerja perusahaan.

Hasil seperti ini karena fenomena kepemilikan perusahaan di Indonesia didominasi oleh keluarga yang menjadi pemilik ultimat atau pemegang saham pengendali. Manajer perusahaan-perusahaan keluarga di Indonesia didominasi oleh anggota keluarga pemegang saham pengendali. Dalam fenomena perusahaan keluarga, pendiri perusahaan melanjutkan kepemilikannya baik dalam manajemen puncak dan dewan komisiner. Kepemilikan keluarga dalam perusahaan dapat menghalangi perusahaan untuk berinvestasi dalam upaya meningkatkan kinerja perusahaan atau melebihi belanja investasi.

Fakta investasi di Indonesia yang dimuat dalam Majalah Trust (2003) adalah PT BPT Tbk yang mengakuisisi 60% PT EML. Pemilik kedua perusahaan ini adalah PP (hanya sekedar inisial).

Saham perusahaan yang dijual oleh PP adalah saham PT EML yang 40% sahamnya sudah dimiliki sendiri oleh PT BPT Tbk. Alasan mereka mengakuisisi PT EML adalah pertimbangan bisnis yang

sangat rasional. Penguasaan penuh atas PT EML membuat PT BPT Tbk lebih menjamin kesinambungan pasokan bahan baku bagi anak perusahaan lainnya yaitu PT TELP&P. Dalam tubuh PT EML, PP memiliki 60% saham melalui PT TSP (50%) dan PT MK (10%). Secara keseluruhan, nilai jual 60% saham PT EML ke PT BPT Tbk adalah US\$255,600,000. Angka ini meliputi US\$213,000,000 sebagai harga 50% saham PT TSP dan US\$42,600,000 sebagai harga 10% saham PT MK.

Pembahasan mengenai pembelian saham tersebut seolah-olah baru akan dilakukan dalam rapat pemegang saham yang digelar akhir bulan Maret 2003. Padahal, uang muka yang jumlahnya sangat besar sudah diterima PP sejak tahun 1998. PT TSP dan PT MK adalah milik PP yang tercatat memiliki 60% saham PT EML. Pada saat yang sama, PT MK menguasai 1,16% saham PT BPT Tbk dan PT TSP menguasai 23,81% saham PT BPT Tbk. Kejadian ini merupakan upaya PP melangkahi PT Tas yang memiliki 15,22% saham PT BPT Tbk. PT Tas lebih setuju jika uang untuk akuisisi digunakan untuk membayar utang perusahaan yang sudah menumpuk. PT Tas juga menengarai kemungkinan terjadi *marked-up* dalam proses akuisisi. PT Tas menilai harga US\$255,600,000 untuk 60% saham PT EML adalah terlalu mahal. Pendapatan PT EML setiap tahunnya tidak lebih dari US\$20,000,000. Hal seperti ini benar-benar cara PP untuk membobol dana PT BPT Tbk.

Dalam akuisisi ini, PT Tas dan pemegang saham nonpengendali lainnya dirugikan. Di tengah kerugian PT BPT Tbk mencapai Rp959.000.000.000 pada tahun 1998, PT BPT Tbk masih memiliki uang tunai sebesar US\$204,000,000 yang digelontorkan kepada PP. Jika dibagi dengan luas lahan yang dikuasai oleh PT EML, nilai jual setiap hektarnya mencapai Rp58.000.000. Padahal, harga tanah di hutan

waktu itu paling mahal adalah Rp10.000.000 per hektar. Akibat akuisisi yang tidak normal itu, harga saham PT BPT Tbk langsung turun. Pada waktu krisis politik mulai melanda Indonesia pada bulan Juni 1998, saham PT BPT Tbk masih bisa mencapai harga per lembar Rp825. Akan tetapi, pada Maret 1999 ketika laporan keuangan 1998 dilansir, harga saham PT BPT Tbk langsung jatuh ke harga Rp225 per lembar. Ketika pertama kali PT BPT Tbk mendapat penilaian *disclaimer*, saham PT BPT Tbk langsung turun ke harga Rp75 per lembar.

Kasus PT BPT Tbk menunjukkan bagaimana PP sebagai pemegang saham pengendali PT BPT Tbk mendapatkan manfaat privat yang merugikan pemegang saham nonpengendali. Ini bisa ditelusuri pertama, ketika nilai jual setiap hektar tanah yang seharusnya dihargai Rp10.000.000 menjadi Rp58.000.000. Kenaikan harga tanah ini secara jelas merugikan pemegang saham nonpengendali karena PT BPT Tbk seharusnya mengeluarkan kas Rp10.000.000. Ini berarti ada kelebihan kas yang dikeluarkan sebesar Rp48.000.000 per hektar. Kedua, harga saham PT BPT Tbk berturut-turut mengalami penurunan mulai dari Rp825 per lembar menjadi Rp75 per lembar. Penurunan harga saham PT BPT Tbk juga merugikan pemegang saham nonpengendali karena harga pasar saham PT BPT Tbk semakin menurun. Tindakan PT BPT Tbk untuk mengakuisisi PT EML adalah kemauan pemegang saham pengendali yaitu PP. Tindakan ini merupakan tindakan ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali.

Kasus salah investasi dan ekspropriasi yang bisa jadi menyebabkan penurunan pada kinerja perusahaan terjadi karena ada nepotisme. Dalam kondisi nepotisme, perusahaan lebih memilih untuk menempatkan anggota keluarga yang relatif kurang kompeten. Ini menyebabkan nilai

perusahaan menjadi turun jika anggota keluarga yang tidak berkualitas ditempatkan dalam komposisi manajemen perusahaan. Nepotisme mengurangi efektivitas pengawasan terhadap agen oleh keluarga. Ini terjadi karena ada hubungan antara anak dan orang tua.

Nepotisme dapat memfasilitas keluarga untuk menguntungkan diri sendiri seperti dalam pengembangan perusahaan. Keluarga juga salah menggunakan sumber daya perusahaan hanya untuk keuntungan pribadi.

Praktik struktur kepemilikan piramida dan kepemilikan silang memfasilitasi pemilik keluarga untuk mengendalikan perusahaan pada porsi yang lebih besar hak kontrol dibanding hak aliran kas. Struktur ini adalah populer di Indonesia. Ini dibuktikan secara empiris oleh Siregar (2006), dan Sanjaya (2011a). Keluarga lebih termotivasi untuk mengekspropriasi sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi yang akan menjadi beban bagi pemegang saham non pengendali (Claessens, Djankov, Fan, dan Lang, 2002). Investasi dalam proyek-proyek perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga tidak bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam nepotisme, perusahaan keluarga mempunyai keinginan untuk memberi anggota keluarga kenyamanan kerja yang tidak tersedia di tempat lain. Anggota keluarga tidak memiliki kualifikasi yang cukup untuk menempati posisi tersebut. Perusahaan keluarga lebih memilih untuk menempatkan anggota keluarganya dibanding memilih pihak profesional. Anggota keluarga sering terlibat dalam manajemen puncak perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga. Ini dapat berdampak buruk bagi perusahaan karena ada risiko pada pemilihan proyek-proyek yang tidak menguntungkan perusahaan. Nepotisme secara sistematis menguntungkan keluarga dibanding perusahaan. Ketika

kekuatan keluarga melindungi manajer, mereka dapat mengalokasikan sumber daya perusahaan yang tidak efisien. Nepotisme dapat menimbulkan biaya keagenan yang berkaitan dengan nepotisme. Keluarga mungkin memiliki suatu perhatian untuk menggunakan aset perusahaan untuk manfaat anggota keluarga.

Kondisi seperti ini menyebabkan kinerja perusahaan menurun. Ini adalah kerugian yang harus ditanggung oleh pemegang saham non pengendali. Mereka tidak dapat menerima manfaat sementara keluarga bisa mendapat sesuatu. Turunnya kinerja perusahaan mengindikasikan capaian oleh perusahaan dalam suatu periode adalah buruk. Ini akan berdampak kepada modal saham yaitu ada penurunan harga saham yang menyebabkan pemegang saham non pengendali tidak mendapatkan *capital gains*.

PENUTUP

Penelitian ini menyimpulkan bahwa tujuan penelitian ini tercapai karena penelitian ini membukukan hasil penelitian yang menunjukkan keluarga menyebabkan kinerja perusahaan menjadi lebih buruk. Hasil ini menunjukkan bahwa keberadaan keluarga pada perusahaan publik tidak memberi efek positif.

Hal ini bisa terjadi karena nepotisme begitu kuat masih terjadi pada perusahaan publik. Ini bisa diketahui dari keberadaan manajer perusahaan adalah anggota keluarga pemegang saham pengendali atau pemilik ultimat. Hasil penelitian ini semakin menegaskan bahwa efek *entrenchment* lebih besar kemungkinan terjadi pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia.

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai sebuah informasi baik investor yang ada sekarang di Bursa Efek Indonesia atau investor potensial serta kreditor dan calon kreditor untuk mempertimbangkan fenomena ini dalam manajemen risikonya.

Keterbatasan penelitian ini adalah periode waktu hanya 2001-2007. Padahal, laporan keuangan yang ada sekarang ini adalah 2011. Hal ini terjadi karena data kepemilikan ultimat yang berhasil dikumpulkan oleh penulis hanya periode ini. Untuk menambah data ini, kendala biaya dan waktu yang membatasi penulis untuk melakukan pengumpulan ini. Karena data ini adalah data yang sangat sulit untuk bisa diperoleh.

Saran bagi penelitian berikutnya adalah dapat mengembangkan hasil riset ini pada industri non manufaktur. Untuk mengeneralisasi hasil penelitian ini. Kedua, periset yang akan datang dapat menguji kembali dengan proksi yang berbeda yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan. Ketiga, periset yang akan datang dapat memfokuskan lagi fenomena-fenomena masalah keagenan dalam perusahaan yang dimiliki oleh keluarga. Kepemilikan ini nampaknya rentan akan masalah keagenan yang berujung pada kerugian publik.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, R., Mansi, S. A., dan Reeb, D. (2003), Founding-family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68: 263–285.
- Anderson, R. dan Reeb, D.M. (2003), Founding-family ownership and firm performance:evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58: 1301–29.
- Burkart. M., Panunzi, F., dan Shleifer, A. (2002), Family firms. *Working Paper*, Harvard University.
- Barontini, R. dan Caprio, L. (2004), The Effect of ownership structure and family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe. *Working Paper*.
- Ben-Amar, W. dan Andre, P. (2006), Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33: 517–549.
- Bruton, G., Ahlstrom, D., dan Wan, J. (2003), Turnaround in East Asian firms: Evidence from ethnic overseas Chinese communities. *Strategic Management Journal*, 24: 519–540.
- Casson, M. (1999), The economics of the family firm. *Economic History Review*, 47: 10–23.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., dan Lang, H. P. (2002), Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57: 2741–2771.
- Ng, C. Y. M. (2005), An Empirical Study on the relationship between ownership and performance in a family-based corporate environment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 121-146.
- Chau, J. H., Chrisman, J. J., dan Bergiel, E. B. (2009), An agency theoretic analysis of the professionalized family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33: 355–371.
- Demsetz, H. dan Lehn. K. (1985), The structure of corporate ownership:

- Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Davis, P. 1983. Realizing the potential of family business. *Organizational Dynamics*, 12: 47–56.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., dan Donaldson, L. (1997), Toward a stewardship theory of management. *Academy Management Review*, 22: 20–47.
- Eshel, I., Samuelson, L., dan Shaked, A. (1998), Altruists, egoists, and hooligans in a local interaction model. *American economic Review*, 88: 157–179.
- Faccio, M. and Lang, L.H.P. (2002), The Ultimate ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65: 365–95.
- Febrianto, R. 2005. The Effect of Ownership Concentration on the Earnings Quality: Evidence from Indonesian Companies. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8 (2): 105-120.
- Fox, M. A. dan Hamilton, R. T. (1994), Ownership and diversification: Agency theory or stewardship theory. *The Journal of Management Studies*, 31: 69–81.
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., dan Moesel, D. D. (1994), Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal*, 37: 1207–1251.
- Ibrahim, H., dan Samad, F.A. (2011), Agency cost, corporate governance mechanisms and performance of public listed family firms in Malaysia. *S. Afr. J. Bus. Manage*, 42 (3): 17-25.
- James, H. (1999), Owner as manager: Extended horizons and family firm. *International Journal of the Economics of Business* 6: 41–56.
- Jensen, M. C. dan Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360.
- La Porta, R., De-Silanes, F. L. dan Shleifer, A. (1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, LIV: 471–517.
- Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., dan Dino, R. N. (2005), Commentary: The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26: 313–330.
- Kresnawati, E. 2007. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Penggeseran Risiko dan Pentransferan Sumber Daya terhadap Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas Perusahaan Pengakuisisi: Pengujian Empiris terhadap Pergeseran Konflik Keagenan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 10 (2): 147-161.
- Klein, P., Shapiro, D., dan Young, J. (2005), Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. *Corporate Governance*, 13 (6): 769-783.
- McConaughy, M.L., Walker, M.C. Henderson Jr, G.V. dan Mishra, C.S.

- (1998), Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value. *Review of Financial Economics*, 7: 1–19.
- Morck, R. Stangeland, D.A. dan Yeung, B. (2000), Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian disease?’ in R. Morck (ed.), Concentrated Corporate Ownership (National Bureau of Economic Research): 319–69.
- Perez-Gonzalez, F. (2006), Inherited control and firm performance. *American Economic Review*, 96: 1559–1588.
- Prabowo, M., dan Simpson, J. (2011). Independent directors and firm performance in family controlled firms: evidence from Indonesia. *Asian-Pacific Economic Literature*, 121-132.
- Reuer, J. J. dan Ragozzino, R. (2006), Agency hazards and alliance portfolios. *Strategic Management Journal*, 27: 27–43.
- Sanjaya, I. P. S. (2010), Entrenchment and alignment effect on earnings management. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 13(3): 247-264.
- Sanjaya, I. P. S. (2011a), Agency problem in Indonesia: The case of firms in manufacturing industry in Indonesia Stock Exchange. *Journal of International Business and Economics*, 11(1): 94-103.
- Sanjaya, I. P. S. (2011b), The influence of ultimate ownership on earnings management: Evidence from Indonesia. *Global Journal of Business Research*, 5(5): 61-69.
- Sanjaya, I. P. S. (2012), The employee stock ownership program phenomena: Evidence from Indonesia. *Review of Business and Finance Studies*, 3 (2): 9-20.
- Schulze, W., Lubatkin, M. H., Dino, R., dan Buchholtz, A. K. (2001), Agency relationship in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12: 99–116.
- Schulze, W., Lubatkin, M. H., dan Dino, R. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18: 473–490.
- Septiyanti, R. 2007. Pengaruh Risiko Ekspropriasi pada Hubungan Antara Struktur Corporate Governance dan Pengungkapan Informasi serta Implikasinya pada Nilai Perusahaan. Disertasi. Universitas Gadjah Mada.
- Shleifer, A., dan Vishny, R. (1986), Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461–488.
- Shleifer, A., dan Vishny, R. (1997), A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 737–783.
- Siregar, B. 2006. Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol Dalam Struktur Kepemilikan Ultimat. Disertasi. Universitas Gadjah Mada.
- Smith, B. F., dan Amoako-Adu, B. (1999), Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms. *Journal of Corporate Finance*, 5: 341–68.
- Stark, O., dan Falk, I. (1998), Transfers, empathy formation, and reverse

- transfers. *American Economic Review*, 88: 271–276.
- Weidenbaum, M. (1996), The Chinese family business enterprise. *California Management Review*, 38: 141–156.
- Westhead, P., dan Cowling, M. (1998), Family firm research: The need for a methodological rethinks. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23: 31–56.
- Yen, G. F. (1994), Bipolar coexistence in the organization system of Taiwanese family enterprises—perspective of system stability. *Management Review*, 13: 1–22.
- Yeh, Y. H. dan Woidtke, T. (2005), Commitment or entrenchment? Controlling shareholders and board composition. *Journal of Banking and Finance*, 29: 1857–1885.
- Yeh, Y.H., Lee, T. S., dan Woidtke, T. (2001), Family control and corporate governance: evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, 2: 21–48.
- Zahra, S. A. (2005), Entrepreneurial risk taking in family firms. *Family Business Review*, 18: 23–40.