

## **BAB 4**

### **ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Pemilihan Data Sampel**

Pada bagian ini akan dilakukan langkah-langkah pemilihan sampel perusahaan yang akan masuk sebagai objek penelitian seperti yang dijelaskan dalam bagian Metodologi Penelitian.

##### **4.1.1 Seleksi Perusahaan yang Tercatat Dalam Indeks LQ-45**

Pada tahap ini akan dilakukan pemilihan sampel perusahaan yang tercatat dalam Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu tahun 2003 hingga tahun 2008. Daftar perusahaan yang termasuk kedalam Indeks LQ-45 akan ditinjau ulang 6 bulan sekali, sehingga dalam satu tahun akan terdapat dua periode Indeks LQ-45 yaitu periode Februari – Juni dan Agustus – Januari.

Dalam penelitian ini akan digunakan kriteria khusus untuk menentukan jumlah sampel perusahaan yang akan diambil dari indeks LQ-45. Karena banyaknya perusahaan yang masuk dan keluar dari indeks LQ-45 dan untuk menghindari perusahaan yang hanya sesekali masuk kedalam indeks tersebut, maka ditetapkan hanya perusahaan yang pernah masuk dalam Indeks LQ-45 selama minimal 6 periode saja yang akan diambil sebagai perusahaan sampel penelitian.

Dari 98 perusahaan yang pernah masuk kedalam indeks LQ-45 dalam periode 2003-2008 dilakukan seleksi dengan menggunakan kriteria khusus didapatkan 40 perusahaan yang pernah masuk ke dalam Indeks LQ-45 sebanyak 6 periode. Namun karena 2 perusahaan yaitu Adhi Karya Tbk dan Energi Mega Persada Tbk baru terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2004, kedua perusahaan tersebut terpaksa dikeluarkan dari sampel perusahaan, sehingga jumlah perusahaan yang dihasilkan dari tahap seleksi ini menjadi 38 perusahaan.

#### **4.1.2 Seleksi Perusahaan Non-Keuangan**

Dalam ditahap seleksi ini perusahaan yang termasuk dalam sektor keuangan akan dikeluarkan dari sampel penelitian. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya masalah perhitungan dalam menghitung variabel *Tobin's q* dan juga dalam membandingkan kinerja perusahaan.

Dari 38 perusahaan yang lolos seleksi tahap sebelumnya terdapat 7 perusahaan yang termasuk dalam industri keuangan yaitu : Bank Central Asia Tbk, Bank Danamon Indonesia Tbk, Bank International Indonesia Tbk, Bank Mandiri (Persero) Tbk, Bank Niaga Tbk, Bank Pan Indonesia Tbk, Panin Life Tbk. Ketujuh perusahaan tersebut harus dikeluarkan dari sampel penelitian sehingga didapatkan sampel penelitian sebanyak 31 perusahaan dari hasil penelitian ini

#### **4.1.3 Seleksi Perusahaan yang Memiliki Laporan Keuangan Lengkap**

Pada tahap seleksi ini akan dilakukan pemilihan perusahaan yang memiliki data laporan keuangan yang lengkap. Hal ini dilakukan untuk menjaga validitas data sebelum dilakukan pengujian secara statistik. Dari 31 perusahaan yang lolos tahap seleksinya seluruh perusahaan tersebut memiliki data laporan keuangan yang lengkap sehingga tidak ada perusahaan yang dikeluarkan dari sampel penelitian pada tahap seleksi ini.

#### **4.1.4 Seleksi Perusahaan Keluarga dan Non-Keluarga**

Dalam tahap ini akan diseleksi perusahaan yang termasuk kedalam perusahaan keluarga dan non-keluarga dengan kriteria yang telah dijelaskan dalam bagian metodologi penelitian. Dalam tahap ini hanya akan dilakukan pengelompokan perusahaan keluarga dan non-keluarga dan tidak akan ada perusahaan yang dikeluarkan dari sampel penelitian.

Selain melakukan pengelompokan perusahaan keluarga dan non-keluarga juga dilakukan pada tahap ini juga dilakukan pengelompokan terhadap *Blockholder* tertentu yaitu: *Family Blockholder*, *Government Blockholder*, *Financial Blockholder*, *Strategic Blockholder*, *Individual Blockholder*, *Other Blockholder*, pengelompokan

ini bertujuan untuk mempermudah pembuatan variabel dummy menurut *Blockholder* yang akan digunakan dalam uji statistik penelitian. Khusus Untuk kelompok *Family Blockholder* terdapat pengelompokan tambahan yaitu pengelompokan untuk *Family Representation* dan *No Family Representation*.

Selain itu juga dilakukan pengelompokan terhadap pimpinan perusahaan yang nantinya akan dijadikan variabel *ceo* dummy. Pimpinan perusahaan dikelompokkan menjadi tiga yaitu *Founder CEO*, *Descendants CEO*, *Professional CEO*.

Tabel 4.1 Data Sampel Penelitian 1

No	Kode	EMITEN	Family Firm	Government Block holder	Financial Block holder	Individual Block holder	Strategic Block holder
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk					√
2	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk		√			
3	ASII	Astra International Tbk					√
4	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk			√		
5	GGRM	Gudang Garam Tbk	√				
6	GJTL	Gajah Tunggal Tbk					√
7	INCO	International Nickel Ind. Tbk					√
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	√				
9	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	√				
10	INTP	Indocement Tunggal Prakasa Tbk					√
11	ISAT	Indosat Tbk					√
12	JIHD	Jakarta Int'l Hotel & Dev. Tbk				√	
13	KLBF	Kalbe Farma Tbk	√				
14	MEDC	Medco Energi International Tbk	√				
15	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk		√			
16	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	√				
17	SMCB	Holcim Indonesia Tbk		√			√
18	TIINS	Timah Tbk		√			
19	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	√				
20	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk		√			
21	UNTR	United Tractors Tbk					√
22	UNVR	Unilever Indonesia Tbk					√
23	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	√				
24	BNBR	Bakrie & Brothers Tbk	√				
25	BRPT	Barito Pacific Timber Tbk	√				
26	BUMI	Bumi Resources Tbk	√				
27	CTRS	Ciputra Surya Tbk	√				
28	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	√				
29	LSIP	PP London Sumatera Tbk					√
30	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk		√			
31	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	√				
		Total	14	6	1	1	10

Sumber : Hasil Olahan Sendiri

Hasil dari seleksi tahap ini akan dijadikan sampel penelitian terangkum dalam Tabel 3.1. Dari total 31 perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian 14 perusahaan termasuk dalam kategori perusahaan keluarga keluarga, 6 perusahaan termasuk dalam perusahaan yang dikuasai Pemerintah, 1 perusahaan termasuk perusahaan yang dikuasai individu, 1 perusahaan termasuk dalam kelompok yang dikuasai oleh institusi Keuangan, dan 10 perusahaan termasuk dalam perusahaan

yang dikuasai oleh perusahaan lain. Untuk kelompok *Other Blockholder* tidak ada perusahaan yang termasuk dalam kelompok ini sehingga tidak dimasukkan dalam sampel penelitian.

Namun karena terdapat masalah data *outlier* pada data dua emiten dalam variabel *Tobin's q*, adanya data pencilan ini menyebabkan standar deviasi pada variabel *Tobin's q* sangat tinggi dan akan dikhawatirkan mengganggu estimasi parameter dari variabel tersebut, oleh karena itu data kedua emiten yaitu **PT Unilever Indonesia Tbk** dan **Ramayana Lestari Sentosa Tbk** terpaksa dikeluarkan dari sampel penelitian sehingga jumlah sampel penelitian menjadi 29 perusahaan selama periode 6 tahun dengan 174 titik observasi, sampel akhir penelitian adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2 Data Sampel Penelitian 2

No	Kode	EMITEN	Family Firm	Government Block holder	Financial Block holder	Individual Block holder	Strategic Block holder
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk					√
2	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk		√			
3	ASII	Astra International Tbk					√
4	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk			√		
5	GGRM	Gudang Garam Tbk	√				
6	GJTL	Gajah Tunggal Tbk					√
7	INCO	International Nickel Ind. Tbk					√
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	√				
9	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	√				
10	INTP	Indoement Tunggal Prakasa Tbk					√
11	ISAT	Indosat Tbk					√
12	JIHD	Jakarta Int'l Hotel & Dev. Tbk				√	
13	KLBF	Kalbe Farma Tbk	√				
14	MEDC	Medco Energi International Tbk	√				
15	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk		√			
16	SMCB	Holcim Indonesia Tbk		√			√
17	TINS	Timah Tbk		√			
18	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	√				
19	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk		√			
20	UNTR	United Tractors Tbk					√
21	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	√				
22	BNBR	Bakrie & Brothers Tbk	√				
23	BRPT	Barito Pacific Timber Tbk	√				
24	BUMI	Bumi Resources Tbk	√				
25	CTRS	Ciputra Surya Tbk	√				
26	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	√				
27	LSIP	PP London Sumatera Tbk					√
28	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk		√			
29	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	√				
		Total	13	6	1	1	9

Sumber : Hasil Olahan Sendiri

## 4.2 Analisis Statistik Deskriptif

### 4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif Seluruh Sampel Penelitian

Tabel 4.3 Statistika Deskriptif

Keterangan	Tobin's Q	ROA	Age	Size	Leverage	Rtrn_Vol
Mean	1.570172	0.137126	3.605862	22.89667	0.5412069	0.1517816
Std Deviation	0.1371264	0.126787	0.472492	1.102726	0.1923816	0.837125
Minimum	0.43	-0.11	2.89	20.55	0.15	0.02
Maximum	7.33	0.84	4.67	25.24	1.17	0.58
Skewness	2.801695	1.810	0.6502	0.108044	0.150706	2.110269
Kurtosis	13.38488	9.248	3.134401	2.13759	3.000112	9.464259
Probability	0.00000	0.00000	0.00600	0.00130	0.67760	0.00000

Sumber : Hasil Olahan Stata

Tabel 4.3 menyajikan statistik deskriptif dari masing-masing variabel. Variabel *Size* merupakan variabel yang memiliki standar deviasi terbesar sebesar 1.1, sedangkan variabel dengan standar deviasi terkecil adalah variabel ROA. Selain itu hampir seluruh variabel memiliki data dengan distribusi yang normal dengan tingkat signifikansi 1%, 5% ataupun 5%, kecuali untuk variabel leverage.

Untuk data yang tidak terdistribusi secara normal dapat dilakukan tiga hal yaitu (1) Mengeluarkan data tersebut dari sampel penelitian, (2) Menghilangkan variabel tersebut dari model penelitian, (3) Tidak melakukan apa-apa. Langkah yang akan dipilih adalah langkah ketiga dengan harapan hasil penelitian nantinya dapat mencerminkan kenyataan yang ada.

### 4.2.2 Analisis Statistik Deskriptif Perusahaan Keluarga dan Non-Keluarga

Tabel 4.4 Statistika Deskriptif Perusahaan Keluarga dan Non-Keluarga

Keterangan	Perusahaan Keluarga	Perusahaan Non Keluarga	t-Stat
	Mean	Mean	
Tobin's q	1.309	1.783	3.297***
ROA	0.089	0.176	4.823***
Age	3.488	3.702	3.044***
Size	22.884	22.907	0.137
Leverage	0.582	0.508	-2.531**
Rtrn_vol	0.173	0.134	-3.119***

Sumber : Hasil Olahan Stata

Dari tabel 4.4 diketahui bahwa variabel *Tobin's q* yang dimiliki oleh perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga secara signifikan lebih kecil dibandingkan dengan variabel *Tobin's q* perusahaan dengan struktur kepemilikan lainnya.

Untuk variabel ROA, hal yang serupa juga terjadi, perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga mempunyai nilai ROA yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan dengan struktur kepemilikan non-keluarga.

Variabel *Age* pada tabel di atas menegaskan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi kepada keluarga memiliki usia yang relatif lebih muda jika dibandingkan dengan perusahaan dengan struktur kepemilikan non-keluarga.

Jika melihat variabel *Size* pada Tabel 4.4 maka sesuai dengan teori tentang struktur kepemilikan, perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga memiliki ukuran yang lebih kecil dibandingkan dengan struktur kepemilikan lainnya meskipun tidak signifikan secara statistik.

Untuk variabel *leverage*, secara signifikan perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga menggunakan lebih banyak hutang untuk pendanaan jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan non-keluarga. Hal ini konsisten dengan teori yang ada bahwa perusahaan keluarga akan lebih banyak menggunakan hutang daripada mengeluarkan saham baru yang dapat mengurangi jumlah kepemilikan keluarga dalam perusahaan.

Variabel *Return Volatility* yang dimiliki oleh perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga memiliki nilai yang lebih besar secara signifikan jika dibandingkan dengan perusahaan dengan struktur kepemilikan non-keluarga. Hal ini menunjukkan bahwa saham pada perusahaan keluarga memiliki risiko yang lebih tinggi karena volatilitasnya yang melebihi saham pada perusahaan non-keluarga.

### 4.3. Pemilihan Model

Sesuai dengan apa yang telah dijelaskan dalam metodologi penelitian bahwa dalam penelitian ini model yang akan digunakan adalah salah satu diantara model efek tetap (*fixed effect model*) atau model efek random (*random effect model*). Untuk mengetahui model mana yang akan digunakan, maka digunakan hausman test untuk mengetahui model mana yang cocok digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.5 Hausman Test

Hausman Test	Variabel Bebas	
	Tobin's q	ROA
Prob>chi2	0.4237	0.0000

Sumber : Hasil Olahan Stata

Dari tabel output diatas diketahui bahwa untuk variabel *Tobin's q* nilai probabilitasnya adalah 0.4237 yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 1%, 5% dan 10% hal ini berarti bahwa kita gagal menolak hipotesis H0 dari uji hausman yaitu estimasi dari *random effect model* adalah konsisten. Karena itu kita akan menggunakan metode efek random untuk variabel bebas *Tobin's q*. Hasil yang serupa juga didapatkan pada model penelitian 3, 4 dan 5 yang dapat dilihat pada bagian lampiran

Untuk Variabel bebas ROA diketahui bahwa nilai probabilita dari uji hausmannya adalah sebesar 0.000 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 1%, 5% dan 10% atau dengan kata lain kita menolak hipotesis H0 dari uji hausman yaitu hasil estimasi dari metode efek random adalah tidak konsisten. Hasil yang serupa juga didapatkan pada model penelitian 3, 4 dan 5 yang dapat dilihat pada bagian lampiran

Untuk variabel bebas ROA, menurut hasil uji hausman yang dilakukan ternyata model yang tepat digunakan adalah model efek tetap. Namun seperti yang telah dijelaskan dalam metode penelitian, salah satu kelemahan dari metode efek tetap adalah penggunaan variabel dummy yang cukup banyak sehingga menurunnya derajat kebebasan yang dapat menyebabkan menurunnya tingkat efisiensi estimasi parameter. Karena banyaknya variabel dummy yang akan digunakan dalam penelitian

diluar variabel dummy yang dihitung secara otomatis oleh model efek tetap, maka peneliti memutuskan untuk tidak menggunakan model efek tetap dan akan menggunakan model efek random. Keputusan ini juga berdasarkan apa yang dituliskan oleh Gujarati (2003) dalam bukunya yaitu ketika jumlah N (*cross section*) lebih banyak daripada jumlah T (*time series*) maka akan lebih baik menggunakan model efek random atau *random effect model*. Karena alasan tersebut peneliti akan tetap menggunakan model efek random.

#### 4.4 Uji Asumsi Regresi

Dalam melakukan regresi, penting untuk melakukan pengujian untuk memastikan hasil persamaan regresi sudah terbebas dari masalah multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dapat membuat persamaan regresi menjadi tidak BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Apabila ini terjadi maka estimasi parameter dari masing-masing variabel tidak lagi menjadi efisien.

##### 4.4.1 Uji Multikolinearitas.

Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinearitas

	age	size	rtrn_vol	leverage
age	1			
size	0.256	1		
rtrn_vol	-0.102	-0.140	1	
leverage	0.246	0.271	0.080	1

Sumber : Hasil Olahan Stata

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi dari satu variabel bebas terhadap variabel bebas lainnya. Dalam pengujian ini dua variabel dikatakan saling berkorelasi apabila nilai koefisien korelasinya lebih besar dari pada +0.8 dan -0.8

Dengan melihat tabel 4.6 kita mengetahui bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini **tidak ditemukan** adanya masalah multikoleniaritas, tercermin dari nilai koefisien korelasi yang tidak melebihi angka 0.8. korelasi yang terkuat ditemukan antara variabel *age* dan variabel *size*, sedangkan korelasi terlemah ditemukan pada variabel *rtrn\_vol* dengan Variabel *Leverage*.

#### **4.4.2 Uji Heteroskedastisitas dan Autokorelasi**

Dalam penelitian ini tidak dilakukan Uji Heteroskedastisitas dan Autokorelasi. Terdapat dua alasan yang menyebabkan kedua uji ini tidak dilakukan dalam penelitian ini. Pertama, karena penelitian ini menggunakan bantuan *software Stata 8 SE*, kedua pengujian ini tidak dapat dilakukan pada model yang menggunakan data panel khususnya dalam menggunakan model efek random (*Random Effect Model*). Alasan yang kedua adalah karena penelitian ini menggunakan metode *Generalized Least Square Random Effect Model*, menurut Gujarati (2003) salah satu perlakuan yang dapat dilakukan untuk mengatasi masalah Autokorelasi dan Heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan metode *Generalized Least Square* atau GLS. Oleh karena itu dengan menggunakan model *Random Effect-GLS* telah dilakukan perlakuan untuk menghilangkan masalah Heteroskedastisitas dan Autokorelasi.

#### **4.5 Hasil Uji Hipotesis**

##### **4.5.1 Hasil Uji Hipotesis Untuk Model Penelitian Pertama**

Pada model penelitian ini ingin diketahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan terhadap struktur kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan. hasil uji hipotesisnya adalah sebagai berikut

Tabel 4.7 Hasil Uji Hipotesis Model 5

Variabel Bebas	Variabel Terikat <i>Tobin's q</i>			Variabel Terikat ROA		
	Koefisien	t-statistic	Probability	Koefisien	t-statistic	Probabilit y
Family Firm Dummy	-0.371	-1.780	0.074	-0.073	-2.260	0.024
Age	0.063	0.280	0.781	0.014	0.400	0.686
Size	0.029	0.340	0.734	0.018	1.630	0.103
Leverage	-1.110	-2.460	0.014	-0.169	-3.470	0.001
Retrun Volatiltiy	-0.204	-0.230	0.819	0.023	0.270	0.788
Intercept	1.472	0.760	0.450	-0.207	-0.800	0.425
Overall R-Square	0.102			0.260		
Wald chi2	12.240			23.760		
Prob>chi2	0.033			0.000		

Sumber : Hasil Olahan Stata

Tabel 4.7 menyajikan hasil uji hipotesis untuk model penelitian yang pertama. Dari hasil uji hipotesis dengan menggunakan metode efek random untuk variabel terikat *tobin's q* diketahui bahwa variabel *family firm Dummy* mempunyai nilai probabilitas sebesar 0.074 yang berarti tidak signifikan pada level kepercayaan 1%, 5% dan 10%.

Sedangkan untuk variabel terikat ROA, dengan menggunakan model yang sama diketahui bahwa variabel *family firm Dummy* memiliki probabilitas 0.024 yang berarti signifikan pada level kepercayaan 5% dan 10%.

Untuk variabel leverage nilai probabilitasnya sebesar 0.014 dan 0.01 berturut-turut untuk variabel terikat *tobin's q* dan ROA, yang berarti variabel leverage signifikan pada level kepercayaan 5% dan 10% untuk variabel bebas ROA dan signifikan pada level kepercayaan 5% dan 10% untuk variabel terikat *Tobin's q*.

Untuk variabel *return volatility*, *age* dan *size*, masing-masing variabel terikat mempunyai angka probabilitas yang cukup besar sehingga tidak signifikan untuk level kepercayaan 1%, 5% dan 10%..

Angka R-Square untuk masing-masing model penelitian cukup bagus yaitu 0.102 untuk model dengan variabel terikat *Tobin's q* dan 0.26 untuk variabel terikat

ROA. Selain itu statistik wald Chi-Square juga menunjukkan nilai probabilitas yang signifikan pada level kepercayaan 10%. Dapat ditarik kesimpulan bahwa model yang digunakan sudah cukup tepat untuk menjelaskan hubungan antara masing-masing variabel terikat dengan variabel bebasnya.

#### 4.5.2 Hasil Uji Hipotesis Untuk Model Penelitian Kedua

Pada model penelitian yang kedua ini ingin diketahui lebih dalam apakah dalam struktur kepemilikan perusahaan keluarga dimana pendiri perusahaan masih aktif sebagai pimpinan perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.

Tabel 4.8 Hasil Uji Hipotesis Model 6

Variabel	Variabel Terikat <i>Tobin's q</i>			Variabel Terikat ROA		
	Koefisien	t-statistic	Probability	Koefisien	t-statistic	Probability
Founder CEO	-1.603	-2.680	0.007	-0.154	-1.550	0.121
Descendants CEO	-1.162	-2.670	0.008	-0.080	-1.310	0.192
Professional CEO	-0.617	-1.920	0.055	-0.039	-0.840	0.403
Age	-0.203	-0.890	0.376	0.005	0.130	0.894
Size	0.069	0.820	0.415	0.018	1.520	0.127
Leverage	-1.457	-3.370	0.001	-0.202	-4.060	0.000
Retrun Volatiltiy	-0.541	-0.630	0.532	-0.007	-0.080	0.933
Intercept	2.241	1.220	0.221	-0.131	-0.490	0.625
Overall R-Square	0.158			0.282		
Wald chi2	20.630			22.160		
Prob>chi2	0.004			0.002		

Sumber : Hasil Olahan Stata

Untuk variabel terikat *Tobin's q* diketahui bahwa variabel dummy *Founder CEO*, *Descendants CEO* dan *Professional CEO* mempunyai nilai probabilitas masing-masing 0.007, 0.008, dan 0.055. Berarti Dengan nilai probabilitas seperti itu variabel dummy *Founder CEO*, *Descendants CEO* signifikan dengan level kepercayaan 5% dan 10%, sedangkan variabel dummy *Professional CEO* tidak signifikan dengan level kepercayaan manapun.

Untuk variabel terikat ROA, diketahui bahwa ketiga variabel dummy *Founder CEO*, *Descendants CEO* dan *Professional CEO* memiliki nilai probabilitas yang

besar sehingga ketiga variabel tersebut tidak signifikan pada level kepercayaan 1%, 5% dan 10% sehingga.

Variabel kontrol *leverage* mempunyai nilai probabilitas 0.001 untuk variabel terikat *Tobin's q* dan 0.000 untuk variabel terikat ROA, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel *leverage* signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan. Untuk variabel kontrol *return volatility*, *age* dan *size*, masing-masing variabel terikat mempunyai angka probabilitas yang cukup besar sehingga tidak signifikan untuk level kepercayaan 1%, 5% dan 10%. Angka R-Square untuk masing-masing adalah 0.158 untuk variabel terikat *Tobin's q* dan 0.28 untuk variabel terikat ROA. Selain itu statistik wald Chi-Square menunjukkan nilai probabilitas yang signifikan pada level kepercayaan 1% 5% dan 10%. Dari kedua hal ini dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan sudah cukup tepat untuk menjelaskan hubungan antara masing-masing variabel terikat dengan variabel bebasnya

#### **4.5.3 Hasil Uji Hipotesis Untuk Model Penelitian Ketiga**

Model penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah kinerja dari perusahaan yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi kepada keluarga lebih baik (lebih buruk) dibandingkan perusahaan yang mempunyai struktur kepemilikan lainnya.

Tabel 4.9 Hasil Uji Hipotesis Model 7

Variabel	Variabel Terikat <i>Tobin's q</i>			Variabel Terikat ROA		
	Koefisien	t-statistic	Probabilit y	Koefisie n	t-statistic	Probabili ty
<i>Family Blockholder</i>	-0.481	-1.030	0.301	-0.116	-1.630	0.104
<i>Government Blockholder</i>	0.129	0.300	0.761	-0.013	-0.190	0.846
<i>Financial Blockholder</i>	0.077	0.100	0.923	-0.057	-0.620	0.534
<i>Individual Blockholder</i>	-0.741	-1.020	0.308	-0.193	-1.730	0.083
<i>Strategic Blockholder</i>	-0.164	-0.350	0.723	-0.044	-0.610	0.543
<i>Other Blockholder</i>	<i>Dropped</i>			<i>Dropped</i>		
Age	0.030	0.120	0.901	0.014	0.390	0.699
Size	0.033	0.360	0.722	0.017	1.440	0.151
Leverage	-0.984	-2.130	0.033	-0.156	-3.160	0.002
Retrun Volatiltiy	-0.188	-0.210	0.833	0.025	0.290	0.769
Intercept	1.531	0.720	0.470	-0.137	-0.500	0.618
Overall R- Square	0.130			0.314		
Wald chi2	15.120			28.710		
Prob>chi2	0.088			0.0007		

Sumber : Hasil Olahan Stata

Dari hasil uji hipotesis yang terlihat bahwa selain variabel *leverage* yang signifikan dengan tingkat kepercayaan 10%, tidak ada variabel lain yang signifikan pada level kepercayaan 1%, 5% dan 10%.

Namun jika kita melihat angka R-Square untuk masing yaitu 0.13 untuk variabel terikat *Tobin's q* dan 0.314 untuk variabel terikat ROA, selain itu dengan statistik wald Chi-Square yang menunjukkan nilai probabilitas yang signifikan pada level kepercayaan 1%, 5% dan 10% untuk variabel terikat ROA dan level kepercayaan 10% untuk variabel terikat *Tobin's q*. Dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan sudah cukup tepat untuk menjelaskan hubungan antara masing-masing variabel terikat dengan variabel bebasnya.

#### 4.5.4 Hasil Uji Hipotesis Untuk Model Penelitian Keempat

Model penelitian keempat ini digunakan mengetahui apakah perusahaan yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga dimana terdapat perwakilan dari anggota keluarga sebagai Dewan Komisaris ataupun Dewan direksi lebih baik (lebih buruk) kinerjanya dibandingkan dengan perusahaan dengan struktur kepemilikan lainnya.

Tabel 4.10 Hasil Uji Hipotesis Model 8

Variabel	Variabel Terikat <i>Tobin's q</i>			Variabel Terikat ROA		
	Koefisien	t-statistic	Probabilitas	Koefisien	t-statistic	Prob
<i>Family Representation Dummy</i>	-1.032	-2.750	0.006	-0.147	-2.420	0.016
<i>No Family Representation Dummy</i>	-0.787	-1.390	0.165	-0.186	-2.020	0.043
<i>Government Blockholder</i>	-0.243	-0.700	0.485	-0.042	-0.750	0.454
<i>Financial Blockholder</i>	-0.470	-0.630	0.530	-0.087	-1.020	0.306
<i>Individual Blockholder</i>	-1.115	-1.950	0.052	-0.207	-2.250	0.024
<i>Strategic Blockholder</i>	-0.495	-1.450	0.146	-0.057	-1.040	0.300
<i>Other Blockholder</i>	<i>Dropped</i>			<i>Dropped</i>		
<i>Age</i>	-0.139	-0.630	0.529	0.000	-0.010	0.989
<i>Size</i>	0.039	0.480	0.630	0.016	1.460	0.144
<i>Leverage</i>	-0.992	-2.320	0.021	-0.179	-3.710	0.000
<i>Retrun Volatiltiy</i>	-0.428	-0.490	0.627	0.005	0.060	0.954
<i>Intercept</i>	2.416	1.280	0.200	-0.034	-0.130	0.894
Overall R-Square	0.176			0.369		
Wald chi2	24.960			37.3500		
Prob>chi2	0.005			0.000		

Sumber : Hasil Olahan Stata

Dari hasil uji hipotesis dengan menggunakan metode efek random, diketahui bahwa variabel dummy *Family Firm representation* memiliki probabilitas yang signifikan dengan level kepercayaan 5% dan 10% untuk kedua variabel terikat yaitu *Tobin's q* dan ROA.

Sedangkan untuk variabel dummy *No Family Firm Representation* signifikan pada level kepercayaan 10% dengan variabel terikat ROA, namun tidak signifikan untuk kaitannya dengan variabel terikat *Tobin's q*.

Angka R-Square untuk masing-masing variabel terikat, yaitu 0.176 untuk variabel terikat *Tobin's q* dan 0.369 untuk variabel terikat ROA. Selain itu dengan statistik wald Chi-Square yang menunjukkan nilai probabilitas yang signifikan pada level kepercayaan 1%, 5% dan 10% untuk variabel terikat kedua variabel terikat, Dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan sudah cukup tepat untuk menjelaskan hubungan antara masing-masing variabel terikat dengan variabel bebasnya.

## 4.6 Hasil Estimasi Koefisien Regresi

### 4.6.1 Struktur Kepemilikan Keluarga Pendiri dan Kinerja Perusahaan

Tabel 4.11 Struktur Kepemilikan Keluarga Pendiri dan Kinerja Perusahaan

Variabel	Variabel Terikat <i>Tobin's q</i>		Variabel Terikat ROA	
	Koefisien (1)	Koefisien (2)	Koefisien (3)	Koefisien (4)
Family Firm Dummy	-0.371		-0.073**	
Founder CEO		-1.603**		-0.154
Descendants CEO		-1.162**		-0.080
Professional CEO		-0.617		-0.039
Age	0.063	-0.203	0.014	0.005
Size	0.029	0.069	0.018	0.018
Leverage	-1.110**	-1.457***	-0.169***	-0.202***
Retrun Volatility	-0.204	-0.541	0.023	-0.007
Intercept	1.472	2.241	-0.207	-0.131
Overall R-Square	0.102	0.158	0.260	0.282
Wald chi2	12.240	20.630	23.760	22.160
Prob>chi2	0.033	0.004	0.000	0.002

(\*\*\*) Signifikan pada 1%, (\*\*) Signifikan pada 5%, (\*) Signifikan pada 10%

Sumber : Hasil Olahan Stata

Dengan melihat tabel 4.11 diatas diketahui bahwa struktur kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, hal ini tercermin dari nilai koefisien variabel dummy *Family Firm* yang signifikan dan bernilai negatif untuk variabel terikat ROA. Hal ini berlawanan dengan hasil penelitian yang dilakukan

Andres (2006) dimana menurut hasil penelitian beliau, perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Untuk variabel terikat *Tobin's q*, pengaruh negatif dari struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga tidak dapat ditemukan, namun setelah diteliti dengan lebih dalam, pengaruh negatif ini dapat ditemukan dengan melihat koefisien untuk variabel dummy *Founder CEO*, *Descendants CEO*, yang bernilai negatif dan signifikan pada kolom kedua variabel terikat *Tobin's q*.

Dengan melihat tabel 4.11 diketahui bahwa untuk perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga dimana pendiri perusahaan masih aktif menjadi pimpinan perusahaan memiliki pengaruh negatif yang paling besar terhadap kinerja perusahaan, tercermin dari nilai koefisien negatif yang paling besar yaitu sebesar -1.603. Pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan dari struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga dimana keturunan pendiri perusahaan menjadi pemimpin perusahaan juga ditemukan secara empiris dengan melihat koefisien yang bernilai negatif dan signifikan sebesar -1.162.

Hasil temuan ini juga bertolak-belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Andres (2008) yang menemukan bahwa perusahaan keluarga dimana pimpinan perusahaannya adalah sang pendiri perusahaan mempunyai kinerja yang paling baik dibandingkan dengan perusahaan yang dipimpin oleh seorang profesional maupun dari keturunan keluarga pendiri perusahaan.

Untuk variabel terikat ROA, pengaruh negatif dari kepemimpinan oleh pendiri perusahaan dan keturunannya terhadap kinerja perusahaan tidak dapat ditemukan. Hal ini diduga karena data yang digunakan untuk menghitung variabel terikat ROA adalah data fundamental perusahaan bersifat masa lalu yang berasal dari laporan keuangan perusahaan, berbeda dengan data yang digunakan untuk menghitung variabel terikat *Tobin's q* yang memasukan unsur harga saham dalam perhitungannya. Adanya unsur harga saham yang tidak hanya menggambarkan kinerja masa lalu perusahaan namun juga ekspektasi kedepan oleh para investor membuat variabel ini

dapat lebih baik menjelaskan pengaruh negatif kepemimpinan oleh pendiri perusahaan dan keturunannya terhadap kinerja perusahaan.

Terdapat beberapa penelitian yang memiliki hasil yang sama dengan penelitian ini dimana struktur kepemilikan oleh keluarga mempengaruhi kinerja perusahaan secara negatif, seperti penelitian yang dilakukan oleh Perez-Gonzales (2006) dan Bennedsen et al (2007) yang menunjukkan adanya nepotisme dalam perusahaan keluarga akan menurunkan kinerja perusahaan. Selain itu Holderness dan Sheehan (1988) dalam penelitiannya menyatakan bahwa terdapat kecenderungan pada perusahaan yang dikontrol oleh keluarga mempunyai kinerja yang lebih buruk jika dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikannya lebih beragam, seperti yang dikutip oleh Maury (2005).

Claessens et al. (2000), Facio dan Lang (2002) dalam hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa struktur kepemilikan keluarga pada perusahaan dominan di temukan dikawasan Asia dimana perlindungan terhadap pemegang saham kecil atau *minority shareholders* masih sangat sedikit. Rendahnya perlindungan terhadap pemegang saham kecil mungkin menjadi salah satu faktor yang memicu adanya usaha untuk mengambil keuntungan pribadi oleh para pemilik perusahaan sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih buruk.

Variabel *leverage* menunjukkan nilai yang signifikan untuk setiap model dan kedua variabel terikat. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia lebih banyak menggunakan utang sebagai sumber pendaanaannya. Pengaruh negatif yang ditimbulkan menunjukkan semakin tinggi tingkat utang suatu perusahaan maka semakin besar juga biaya bunga yang harus dikeluarkan perusahaan sehingga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

#### 4.6.2 Tipe *Blockholder* dan Kinerja Perusahaan

Tabel 4.12 Tipe *Blockholder* dan Kinerja Perusahaan

Variabel	Variabel Terikat <i>Tobin's q</i>		Variabel Terikat ROA	
	Koefisien (1)	Koefisien (2)	Koefisien (3)	Koefisien (4)
<i>Family Blockholder</i>	-0.481		-0.116	
<i>Family Representation</i>		-1.032**		-0.147**
<i>No Family Representation</i>		-0.787		-0.186*
<i>Government Blockholder</i>	0.129	-0.243	-0.013	-0.042
<i>Financial Blockholder</i>	0.077	-0.470	-0.057	-0.087
<i>Individual Blockholder</i>	-0.741	-1.115	-0.193	-0.207**
<i>Strategic Blockholder</i>	-0.164	-0.495	-0.044	-0.057
<i>Other Blockholder</i>	<i>Dropped</i>		<i>Dropped</i>	
Age	0.030	-0.139	0.014	0.000
Size	0.033	0.039	0.017	0.016
Leverage	-0.984*	-0.992**	-0.156***	-0.179***
Retrun Volatiltiy	-0.188	-0.428	0.025	0.005
Intercept	1.531	2.416	-0.137	-0.034
Overall R-Square	0.130	0.176	0.314	0.369
Wald chi2	15.120	24.960	28.710	37.350
Prob>chi2	0.088	0.005	0.0007	0.0000

(\*\*\*) Signifikan pada 1%, (\*\*) Signifikan pada 5%, (\*) Signifikan pada 10%

Sumber : Hasil Olahan Stata

Berdasarkan kolom 1 dan 3 Tabel 4.12 diatas diketahui bahwa tipe kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga tidak secara signifikan berbeda kinerjanya dengan tipe kepemilikan perusahaan yang lain. Namun ketika dilakukan penelusuran yang lebih mendalam seperti yang terlihat dalam kolom 2 dan 4 dengan mengelompokkan perusahaan keluarga menjadi dua yaitu (1) perusahaan keluarga yang memiliki perwakilan anggota keluarga dalam manajemen perusahaan dan (2) perusahaan keluarga yang tidak memiliki perwakilan anggota keluarga dalam manajemen perusahaan, diketahui bahwa variabel *family representation* memiliki koefisien yang negatif dan signifikan untuk kedua variabel terikat.

Dengan demikian diketahui bahwa struktur kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan ketika terdapat perwakilan anggota keluarga

dalam manajemen perusahaan. Hal ini juga berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andres (2006) yang menemukan bahwa perusahaan dengan tipe kepemilikan keluarga memiliki kinerja yang paling baik jika dibandingkan dengan tipe kepemilikan lainnya.

Dari tabel 4.12 di atas juga diketahui bahwa selain struktur kepemilikan oleh keluarga, hanya struktur kepemilikan oleh individu yang secara signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan, pengaruh yang dihasilkan dari struktur ini adalah negatif. Penyebab kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan keluarga masih lebih baik daripada tipe kepemilikan individu mungkin disebabkan oleh lebih terkonsentrasinya kepemilikan pada tipe kepemilikan individu, sehingga masalah dan biaya keagenan yang muncul akan lebih tinggi yang pada akhirnya menurunkan kinerja perusahaan.

Hasil estimasi koefisien model penelitian tipe struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan ini sekaligus menguatkan hasil yang didapat dari model penelitian struktur kepemilikan keluarga dan kinerja perusahaan sebelumnya, yaitu bahwa kinerja perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi kepada keluarga akan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, terutama apabila terdapat perwakilan anggota keluarga dalam manajemen perusahaan.

#### 4.7 Ikhtisar Hasil Uji Hipotesis Penelitian

Tabel 4.13 Ringkasan Hasil Analisis Penelitian

Hipotesis H0	Variabel Terikat <i>Tobin's q</i>		Variabel Terikat ROA	
	Hasil	Pengaruh	Hasil	Pengaruh
Tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan	Gagal Tolak H0	Negatif	<b>Tolak H0</b>	Negatif
Tidak terdapat pengaruh struktur kepemilikan keluarga dimana pendiri perusahaan masih aktif menjadi pemimpin perusahaan terhadap kinerja perusahaan	<b>Tolak H0</b>	Negatif	Gagal Tolak H0	Negatif
Struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi kepada keluarga tidak lebih baik (lebih buruk) kinerjanya dibandingkan dengan tipe struktur kepemilikan lainnya.	Gagal Tolak H0	Negatif	Gagal Tolak H0	Negatif
Struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi kepada keluarga dimana terdapat perwakilan anggota keluarga pada manajemen perusahaan tidak lebih baik (lebih buruk) kinerjanya dibandingkan dengan tipe struktur kepemilikan lainnya.	<b>Tolak H0</b>	Negatif	<b>Tolak H0</b>	Negatif

Penolakan dan Penerimaan Hipotesis menggunakan Tingkat Kepercayaan 5%

Sumber : Hasil Olahan Sendiri

Dari hasil penelitian yang dilakukan, hipotesis pertama dan hipotesis kedua **gagal ditolak** untuk variabel terikat *Tobin's q*. Untuk variabel terikat ROA hipotesis kedua dan hipotesis ketiga yang **gagal ditolak**, sedangkan hipotesis keempat **ditolak** untuk kedua variabel terikat.

Meskipun untuk variabel ROA hipotesis pertama dapat ditolak, perlu diketahui bahwa nilai probabilitasnya sangat mendekati daerah penolakan yaitu 0.024 atau dapat dikatakan *marginally significant*. Sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan dari hasil penelitian ini yaitu struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi kepada

keluarga baru akan berdampak **negatif** dan signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan **ketika terdapat perwakilan anggota keluarga** dalam manajemen perusahaan.

#### 4.7 Ikhtisar Hasil Pembahasan

Tabel 4.14 Ikhtisar Hasil Pembahasan

Tujuan	Variabel Terikat Tobin's $q$	Variabel Terikat ROA
Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi pada keluarga pada perusahaan mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan	Untuk Variabel terikat Tobin's $q$ belum berhasil ditemukan secara signifikan pengaruh struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga terhadap kinerja perusahaan	Untuk variabel terikat ROA, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi kepada keluarga mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada tingkat kepercayaan 10%, namun dengan nilai probabilitas 0.024, sangat dekat dengan daerah penerimaan $H_0$
Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi pada keluarga dimana pendiri perusahaan masih aktif sebagai pimpinan perusahaan terhadap kinerja perusahaan	Hasil regresi dengan model efek random ditemukan pengaruh yang negatif dan signifikan dari kepemimpinan oleh pendiri perusahaan terhadap kinerja	Hasil regresi dengan model efek random tidak berhasil menemukan pengaruh yang signifikan dari kepemimpinan oleh pendiri perusahaan terhadap kinerja
Menganalisis kinerja dari perusahaan yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga lebih baik atau lebih buruk dibandingkan perusahaan yang mempunyai struktur kepemilikan lainnya.	Hasil regresi menunjukkan belum ditemukan pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga terhadap kinerja perusahaan	Hasil regresi menunjukkan belum ditemukan pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga terhadap kinerja perusahaan

(Lanjutan)

Menganalisis kinerja dari perusahaan yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga dimana terdapat perwakilan dari anggota keluarga sebagai Dewan Komisaris ataupun Dewan direksi lebih baik atau lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan dengan struktur kepemilikan lainnya.	Hasil regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa perwakilan keluarga pada manajemen di perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan	Hasil regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa perwakilan keluarga pada manajemen di perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan
--	---	---

Sumber : Hasil Olahan Sendiri

Terdapat pendapat dan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan oleh keluarga pada perusahaan dapat menghilangkan atau mengurangi masalah dan biaya keagenan seperti yang berhasil ditemukan oleh Andres (2006) dengan mengambil sampel perusahaan di Jerman. Namun setelah dilakukan penelitian secara empiris dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdapat di Indonesia, didapatkan hasil bahwa struktur kepemilikan keluarga tidak dapat mengatasi masalah dan biaya keagenan, struktur ini justru menimbulkan pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Pola yang ditemukan dalam sampel penelitian di Indonesia menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga memiliki perwakilan anggota dalam manajemen perusahaan. Apabila pendiri perusahaan masih hidup, biasanya pendiri perusahaan tersebut akan menjadi Presiden Komisaris perusahaan, dan apabila memiliki keturunan, maka keturunannya akan memiliki jabatan sebagai Direktur ataupun Direktur Utama perusahaan. Hal inilah yang diduga memicu terjadinya pengaruh negatif dari struktur kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan

Pengaruh negatif yang muncul dari struktur kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan ini dapat disebabkan oleh beberapa hal (1) masalah keagenan yang muncul sebagai akibat dari konflik kepentingan oleh pemilik saham mayoritas yang

memiliki kontrol perusahaan, dalam hal ini adalah keluarga dari pendiri perusahaan, dengan pemilik saham minoritas. Pemilik saham mayoritas dapat menggunakan sebagian sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi yang merugikan pemegang saham minoritas dan menurunkan kinerja perusahaan (Bhuiyan dan Biswas, 2008). (2) Manajemen perusahaan dimana terdapat anggota keluarga pemilik perusahaan didalamnya mengalami masalah *entrenchment* yaitu kondisi dimana tata kelola dan kontrol perusahaan sudah tidak optimal sehingga merusak kinerja perusahaan. Terjadinya *entrenchment* ini disebabkan oleh besarnya kontrol keluarga dalam perusahaan dan komposisi dari direksi dan manajemen yang dikuasai keluarga tidak banyak mengalami perubahan (Facio et al, 2002). (3) Perlindungan hukum terhadap hak pemegang saham minoritas yang lemah sehingga, pemegang saham mayoritas banyak mengambil alih hak pemegang saham minoritas (Claessens dan Lang, 2003).

Pengaruh negatif dari struktur kepemilikan oleh keluarga yang terbesar ditemukan ketika kepemimpinan perusahaan masih dipegang oleh pendirinya, hal ini terjadi karena, (1) Pendiri perusahaan sebagai pihak yang mendirikan, membangun dan mengembangkan perusahaan dari awal telah mengeluarkan banyak investasi dan harta untuk kelangsungan hidup perusahaan, dalam kondisi dimana pendiri perusahaan tidak melakukan diversifikasi investasinya, maka keputusan investasi yang diambil oleh pendiri sekaligus pemimpin perusahaan tersebut cenderung menghindari risiko yang mungkin timbul bagi perusahaan (*risk averse*), sehingga terdapat potensi keuntungan yang hilang (*opportunity cost*) dengan tidak mengambil investasi yang lebih berisiko dan mengurangi kinerja perusahaan (Andres, 2006). (2) Biaya yang paling besar dari Struktur kepemilikan keluarga adanya konsentrasi kepemilikan oleh keluarga yang mungkin muncul adalah *entrenchment* pada jajaran eksekutif perusahaan yang dimiliki oleh keluarga dapat menyebabkan pendiri perusahaan tetap terus memimpin perusahaan, meskipun sudah tidak kompeten untuk melakukannya (Shleifer and Vishny; 1997)

Menurut Morck et al. (2000) terjadinya efek *entrenchment* dalam perusahaan akan semakin meningkat ketika terdapat peran yang besar dari keluarga dalam memilih manajer (Direksi) dan dewan komisaris dalam perusahaan, hal ini ditambah lagi dengan kecenderungan untuk memilih perwakilan anggota keluarga untuk duduk dalam manajemen perusahaan pada perusahaan yang kepemilikannya dikuasai oleh keluarga (Demsetz and Lehn; 1985).

