

## **BAB 2**

### **LANDASAN TEORI**

#### **2.1 Tipe Kepemilikan Dalam Perusahaan**

Menurut teori klasik *managerial Firm* (Baumol, 1959; Galbraith 1967; Mar-  
ris, 1964; Williamson, 1964) seperti yang dikutip oleh Górriz dan Fumás (1996),  
secara umum tipe kepemilikan dan kontrol suatu perusahaan terbagi menjadi dua, (1)  
perusahaan dimiliki oleh banyak pemegang saham dan dikontrol oleh manajemen, (2)  
perusahaan dimiliki dan dikontrol oleh. Kedua tipe ini memiliki dampak yang  
berbeda terhadap kinerja dari masing-masing perusahaan.

Kang dan Sorensen (1999) menyatakan bahwa tipe kepemilikan dan kontrol  
pada perusahaan tidak hanya terbagi menjadi dua, terdapat beberapa tipe kepemilikan  
lain dalam perusahaan yang modern. Dalam perusahaan yang modern ini, terdapat  
para pemegang saham dalam jumlah saham yang besar dimana perilaku mereka  
berbeda satu sama lain. Para pemegang saham dalam jumlah besar ini memiliki  
dampak yang signifikan terhadap keputusan yang diambil oleh perusahaan sehingga  
pada akhirnya mempengaruhi kinerja perusahaan secara keseluruhan.

Beberapa perusahaan yang besar didominasi kepemilikannya oleh beberapa  
pemegang saham yang memiliki jumlah saham yang banyak dan biasanya duduk  
dalam kursi kepemimpinan perusahaan, beberapa perusahaan lainnya dimiliki oleh  
pemegang saham yang mempertahankan kepemilikannya dalam waktu yang panjang.  
Selain itu juga terdapat perusahaan yang kepemilikannya didominasi oleh keluarga  
tertentu.

Beberapa tipe kepemilikan lainnya adalah kepemilikan perusahaan oleh  
pemerintah, kepemilikan oleh pegawai perusahaan (ESOP), kepemilikan oleh jajaran  
eksekutif perusahaan, kepemilikan oleh debitor, kepemilikan oleh Pemasok,  
kepemilikan oleh pembeli, kepemilikan oleh investor berbentuk institusi,

kepemilikan oleh pembeli utang, dan kepemilikan oleh modal ventura (*venture capital*).

Kepemilikan oleh pegawai perusahaan terbukti meningkatkan produktivitas, efisiensi dan kinerja perusahaan (Blasi et al, 1996), sedangkan untuk kepemilikan oleh jajaran eksekutif perusahaan hanya ditemukan sedikit bukti bahwa tipe kepemilikan ini meningkatkan kinerja perusahaan (Loderer & Martin 1997, Bhagat & Black 1998) seperti yang dikutip oleh Kang dan Sorensen (1999). Selain itu kepemilikan oleh modal ventura juga secara signifikan meningkatkan kinerja perusahaan (Sahlman 1990, Black & Gilson 1998, Mikkelsen et al 1997). Masih dalam tulisan yang sama, tidak semua tipe kepemilikan bisa meningkatkan kinerja perusahaan hal ini terjadi pada tipe kepemilikan oleh pemasok dan pembeli (Porter 1992),

Sedangkan untuk hasil penelitian tipe kepemilikan investor berbentuk institusi terhadap kinerja perusahaan yang telah dilakukan belum berhasil menemukan hubungan yang signifikan diantara keduanya (Chaganti & Damanpour 1991, Black 1998).

Kang dan Sorensen (1999) dalam tulisannya mengutip hasil penelitian dari (Jensen 1989, Kaplan 1991, Shleifer & Summers 1988) yang menyatakan bahwa perubahan struktur kepemilikan perusahaan dapat saja meningkatkan efisiensi perusahaan, hal ini dapat terjadi melalui *leverage buy out* (LBO), dimana terjadi perubahan struktur kepemilikan dari perusahaan terbuka menjadi perusahaan tertutup melalui pembelian hutang-hutang perusahaan. Selain melalui LBO, perubahan struktur kepemilikan yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan juga terjadi ketika perusahaan tertutup menjadi perusahaan terbuka dengan melakukan penawaran saham perdana kepada para investor publik.

Pada penelitian ini, peneliti memfokuskan untuk melakukan pengujian secara empiris tentang pengaruh struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga terhadap kinerja perusahaan dengan mengambil sampel perusahaan yang terdapat dalam indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia periode 2003-2008.

### 2.1.1 Definisi Perusahaan Keluarga

Dalam penelitian-penelitian sebelumnya, Definisi perusahaan keluarga yang digunakan sangat berbeda-beda. Penelitian yang dilakukan oleh Andres (2006) mengklasifikasikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang sahamnya minimal 25% dimiliki oleh keluarga tertentu atau jika kurang dari 25% terdapat anggota keluarga yang mempunyai jabatan pada Dewan Direksi atau Dewan Komisaris perusahaan.

Selain itu beberapa penelitian menggunakan persentase 5% sebagai jumlah saham yang harus dimiliki oleh keluarga (Miller et al, 2007; Villalonga dan Amit, 2006; Claessens et al, 2000; Allen dan Panian, 1982; Perez dan Gonzalez, 2006). Beberapa penelitian lain menggunakan kriteria tambahan dengan mensyaratkan minimal 2 orang anggota keluarga memiliki jabatan dalam Dewan Komisaris ataupun Dewan Direksi.

Penelitian yang dilakukan oleh Barth et al (2005) mengklasifikasikan perusahaan sebagai perusahaan keluarga apabila suatu keluarga memiliki minimal 33% persen dari total saham perusahaan. Sedangkan Faccio dan Lang (2002) mensyaratkan minimal 20% saham dikuasai oleh keluarga tertentu untuk mengklasifikasikan perusahaan sebagai perusahaan keluarga.

Pada dasarnya penelitian-penelitian yang dilakukan dalam menganalisis pengaruh struktur kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi pada keluarga menggunakan definisi perusahaan keluarga yang sama, yaitu menggunakan persentase kepemilikan tertentu dan terdapat perwakilan anggota keluarga dalam perusahaan. Perbedaan hanya terletak pada besarnya *cut-off* persentase kepemilikan yang digunakan.

Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan kriteria perusahaan keluarga seperti yang digunakan oleh Andres (2006) yaitu minimal 5% dari total saham dimiliki oleh keluarga tertentu atau jika kurang dari 5% terdapat anggota keluarga yang mempunyai jabatan pada Dewan Direksi atau Dewan Komisaris perusahaan,

persentase minimal yang digunakan dirubah dari 25% menjadi 5%. Pemilihan angka 5% sebagai batas minimal kepemilikan oleh keluarga dilakukan karena Bursa Efek Indonesia memiliki peraturan bahwa pemegang saham perusahaan dengan jumlah 5% persen atau lebih harus dilaporkan ke Bursa. Sehingga pengelompokan perusahaan antara perusahaan keluarga dan perusahaan non keluarga dapat dengan lebih mudah dilakukan karena adanya data yang tersedia.

## **2.2 Teori Dasar Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan**

Menurut Górriz dan Fumás (1996), Literatur dan penelitian empiris tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan mulai menjadi topik yang banyak dibicarakan sejak Berle and Means (1932) mengeluarkan sebuah buku tentang spesialisasi dari kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan dengan mengambil sampel perusahaan yang berada di Amerika. Hingga saat ini sebagian besar penelitian empiris yang dilakukan terfokus pada masalah apakah konflik kepentingan yang terjadi diantara pemilik dan manajer perusahaan akan menghasilkan tingkat hasil yang lebih rendah dari aset yang diinvestasi.

Untuk menjelaskan mengapa struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan Górriz dan Fumás (1996) menggunakan dua teori yaitu, *Classical Theory of Managerial Firm* dan *Agency Theory*.

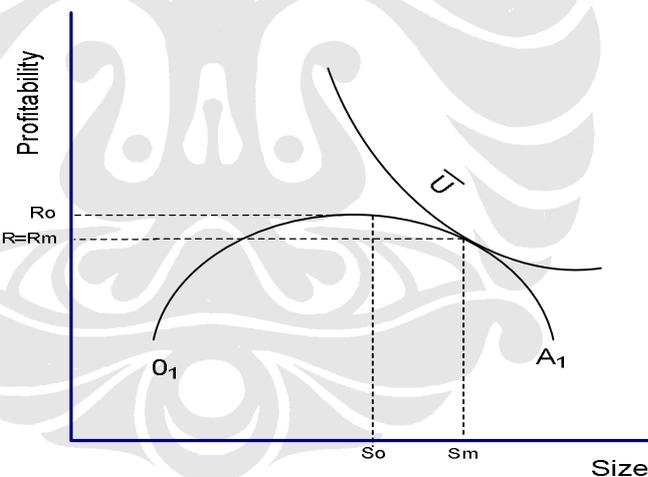
### **2.2.1 Classical Theory of Managerial Firm**

Teori ini menjelaskan bahwa untuk terjadinya perbedaan kinerja perusahaan yang dikontrol oleh manajemen jika dibandingkan dengan perusahaan yang dikontrol oleh pemilik perusahaan terjadi karena perbedaan kepentingan diantara keduanya. Kepentingan dari pemilik perusahaan adalah memaksimalkan nilai pasar dari perusahaan, sedangkan kepentingan dari manajer adalah memaksimalkan utilitas (kekuatan, keamanan, status, dan pendapatan).

Gambar 2.1 menggambarkan hubungan dari kinerja perusahaan dengan struktur kepemilikan.  $O_1A_1$  adalah fungsi yang menunjukkan hubungan antara kinerja dalam hal ini diukur melalui tingkat pengembalian dan ukuran perusahaan.

Pada perusahaan yang dikontrol oleh pemiliknya, maka fungsi dari tujuan memaksimalkan kekayaan perusahaan adalah pilihan Ukuran (*size*) sebesar  $S_0$  dan tingkat pengembalian maksimal  $R_0$ . Sedangkan untuk perusahaan yang kontrol oleh manajemen, fungsi dari tujuan memaksimalkan utilitas dari kombinasi yang mungkin yang terdapat pada fungsi  $O_1A_1$  adalah pilihan kombinasi antara  $R_m$  daengan  $S_m$ . Kombinasi ini didapat dari perpotongan *indifference curve*  $U$ -bar dengan fungsi  $O_1A_1$ . Perusahaan yang dikontrol oleh pemiliknya akan menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dengan ukuran perusahaan yang lebih kecil, sebaliknya untuk perusahaan yang dikontrol oleh manajemen maka akan dihasilkan tingkat pengembalian yang lebih rendah dan ukuran perusahaan yang lebih besar.

Gambar 2.1 Hubungan Struktur Kepemilikan Dengan Kinerja Perusahaan Menurut Teori Klasik



Sumber : Górriz dan Fumás (1996)

Apabila diperhatikan, kedua jenis perusahaan akan memiliki kemungkinan antara kinerja dan ukuran yang sama karena terletak pada fungsi  $O_1A_1$ . Perbedaan pada tingkat pengembalian perusahaan terjadi karena pilihan terhadap ukuran perusahaan. perusahaan yang dikontrol oleh keluarga lebih memilih untuk

menggunakan ukuran perusahaan yang lebih kecil karena tujuannya adalah memaksimalkan nilai pasar perusahaan.

Implikasi dari teori ini terhadap penelitian empiris adalah apabila tingkat pengembalian perusahaan adalah variabel dependen dari ukuran perusahaan, maka meskipun ukuran perusahaan berbeda-beda tidak akan terjadi perbedaan yang signifikan antara tingkat pengembalian perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lain. Hal ini terjadi karena berdasarkan asumsi *classical theory of managerial firm* ukuran perusahaan seharusnya menjadi variabel terikat bukan dijadikan variabel bebas bersama dengan struktur kepemilikan perusahaan.

### **2.2.2 Agency Theory**

Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Menurut teori ini perusahaan adalah kumpulan dari kontrak-kontrak yang terjadi antara pemilik perusahaan yang memiliki hak atas perusahaan dengan sumber daya yang ada dalam perusahaan. Jensen dan Meckling berpendapat bahwa struktur kepemilikan yang dimiliki oleh perusahaan adalah bagian dari fungsi produksi perusahaan bersama dengan sumber daya produksi dan teknologi. Dengan asumsi ini maka asumsi yang digunakan pada *classical theory of managerial firm* yang mengantakan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh pemilik dan perusahaan yang dikontrol oleh manajemen akan memiliki kombinasi antara ukuran dan pengembalian hasil pada kurva yang sama adalah tidak tepat.

Teori Keagenan ini berfokus pada penulisan dan menjalankan kontrak sebagai sebagai salah satu biaya yang penting dari perusahaan dan juga sebagai variabel yang relevan dalam menentukan efisiensi dan kelangsungan perusahaan. (Fama dan Jensen, 1983) seperti yang dikutip oleh Górriz dan Fumás (1996) dalam tulisannya.

Dalam perusahaan yang pemegang saham yang tersebar akan memiliki masalah keagenan yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik perusahaan. Untuk menghadapi masalah ini maka akan dibuat suatu sistem kontrol yang agar masalah keagenan yang muncul dapat

diminimalisir. Biaya yang muncul dari pembuatan sistem kontrol inilah yang disebut sebagai biaya keagenan.

Namun dalam pembuatan dan pelaksanaan sistem kontrol ini akan terdapat biaya yang harus dikeluarkan. Fama dan Jensen (1983) mengungkapkan bahwa dalam proses pengambilan keputusan terdiri dari empat tahap yaitu (1) *Initiating*, yaitu pembuatan proposal untuk penggunaan sumber daya perusahaan dan pembuatan struktur kontrak (2) *Ratification*, yaitu proses pemilihan *initiating* yang akan dijalankan, (3). *Implementation*, yaitu proses pelaksanaan dari hasil keputusan *ratification*. (4). *Monitoring*, yaitu penilaian terhadap kinerja dari pelaksanaan keputusan dan pemberian imbalan.

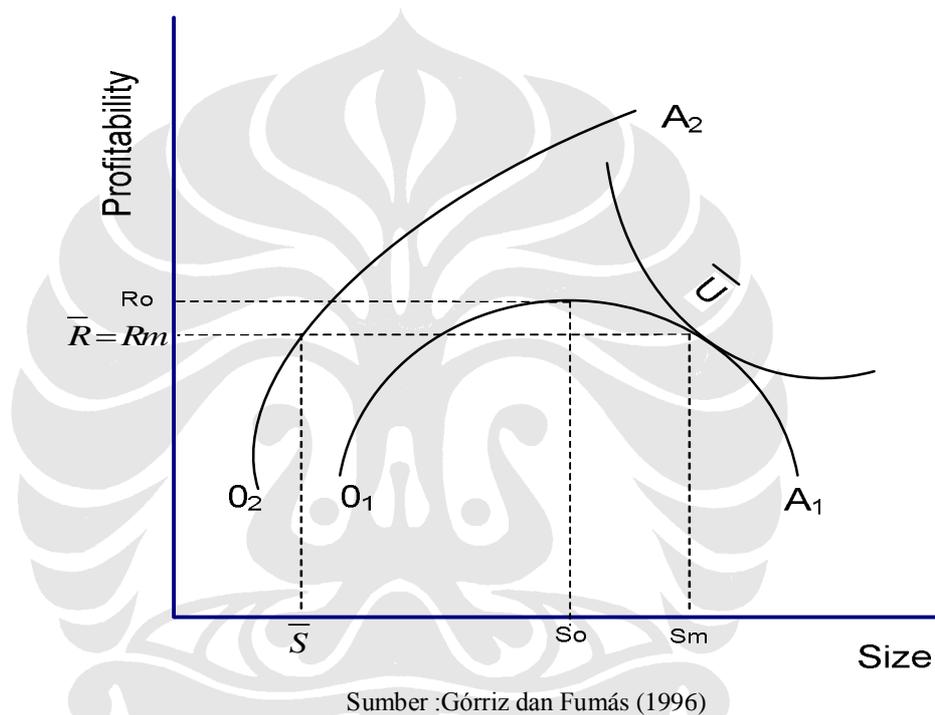
Pelaksanaan dari *initiating* dan *impelmentation* biasanya dilakukan oleh satu agen maka kedua tahap ini biasanya digabung menjadi *decision management*. Sedangkan *decision control* merupakan gabungan dari *ratification* dan *monitoring*. *Decision management* biasanya dialokasikan kepada manajemen dari perusahaan sedangkan *decision control* biasanya dialokasikan kepada pemegang saham atau pemilik perusahaan.

Dalam pelaksanaannya bisa saja seluruh proses tersebut dialokasikan kepada salah satu agen, sekaligus membuat agen tersebut sebagai *residual claimants* (pihak yang menerima selisih dari sumber daya perusahaan yang digunakan dengan hasil yang dihasilkan). Dengan demikian biaya keagenan yang muncul akan dapat dikurangi atau bahkan dihilangkan. Perusahaan yang tidak memisahkan atau tidak melakukan spesialisasi antara *residual claimants* dan pembuat keputusan, dengan menggunakan asumsi diatas, akan memiliki tingkat efisiensi yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan spesialisasi atau pemisahan antara *residual claimants* dengan pembuat keputusan. Oleh karena itu kombinasi antara ukuran dan tingkat pengembalian hasil dari perusahaan yang tidak melakukan spesialisasi akan terletak pada kurva  $O_2A_2$  pada gambar 2.2.

Implifikasi teori ini terhadap penelitian empiris adalah perbedaan dalam struktur kepemilikan akan menghasilkan tingkat efisiensi produksi yang berbeda,

sehingga akan menyebabkan perbedaan tinggi atau rendahnya tingkat pengembalian hasil (kinerja) yang dimiliki perusahaan jika ukuran dari perusahaan ini sama.

Gambar 2.2 Hubungan Struktur Kepemilikan Dengan Kinerja Perusahaan Menurut Teori Keagenan



Jika kita melihat kurva  $O_2A_2$  pada gambar 2.2, titik  $(\bar{S}, \bar{R})$  menggambarkan titik dimana perusahaan yang dikontrol oleh pemilik dan perusahaan yang dikontrol oleh manajemen memiliki tingkat pengembalian hasil yang sama, namun perusahaan yang dikontrol oleh pemiliknya akan memiliki tingkat efisiensi produksi yang lebih baik karena ukuran perusahaan yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan yang dikontrol oleh manajemen atau dengan kata lain memiliki kinerja perusahaan yang lebih baik.

Dalam kaitannya dengan penelitian ini, perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga biasanya dikontrol oleh keluarga pemilik perusahaan, oleh karena itu menurut teori yang dibangun oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan dengan struktur tersebut akan dapat meminimalkan atau menghilangkan adanya masalah dan biaya keagenan. Biaya dan masalah keagenan tidak akan muncul karena pemilik dan manajemen perusahaan adalah pihak yang sama dan tidak akan terjadi pertentangan kepentingan dan biaya keagenan yang muncul untuk monitoring akan sangat sedikit atau bahkan tidak ada.

Pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Schulze, Lubatkin, Dino dan Buchholtz (2001), menurut mereka adanya hubungan keluarga dalam perusahaan menyebabkan masalah keagenan menjadi lebih sulit untuk diselesaikan karena adanya masalah *Self Control*, yaitu kondisi dimana pemilik dan manajemen perusahaan karena intensif tertentu melakukan keputusan yang merugikan pemilik itu sendiri dan pihak-pihak lainnya. Selain masalah *self control*, pada perusahaan keluarga juga terdapat masalah *altruisme*, yaitu sifat menghubungkan kesejahteraan seseorang dengan kesejahteraan orang lain, dalam hal ini adalah antara pendiri perusahaan dengan anggota keluarganya yang memiliki jabatan di perusahaan, contohnya adalah pemimpin perusahaan tetap mempertahankan manajer yang memiliki kinerja buruk karena manajer tersebut adalah anggota keluarga atau anaknya sendiri karena tidak ingin melukai perasaan manajer tersebut. Kedua hal tersebut dapat menyebabkan *moral hazard* dan masalah lain pada akhirnya menurunkan kinerja perusahaan.

### **2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Konsentrasi Kepemilikan Perusahaan**

Demsetz dan Lehn (1985) dalam penelitiannya menggunakan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi konsentrasi kepemilikan antara lain adalah ukuran perusahaan, ketidakpastian, dan peraturan.

Ukuran perusahaan menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi konsentrasi kepemilikan karena terdapat asumsi bahwa semakin besar perusahaan maka semakin tersebar pula kepemilikan perusahaan tersebut. Tersebar nya kepemilikan perusahaan ini disebabkan oleh tinggi *cost of capital* yang harus dikeluarkan oleh pemilik yang

memiliki kepemilikan besar untuk terus mempertahankan jumlah kepemilikannya pada perusahaan apabila perusahaan tersebut terus berkembang. Selain itu masalah risiko yang ditanggung oleh pemegang saham akan semakin besar seiring perkembangan ukuran dari perusahaan, oleh karena itu terdapat kecenderungan para pemegang saham mengurangi konsentrasi kepemilikannya ketika ukuran perusahaan semakin besar.

Ketidakpastian juga menjadi faktor yang menentukan dalam konsentrasi kepemilikan. Ketidakpastian yang dimaksud adalah ketidakpastian yang dimiliki oleh lingkungan perusahaan. Apabila suatu perusahaan terdapat pada kondisi lingkungan yang tidak stabil maka diperlukan kontrol yang lebih atau dengan kata lain akan terjadi konsentrasi kepemilikan. Terjadi konsentrasi kepemilikan ini karena terdapat keyakinan dari pemilik perusahaan bahwa dengan menerapkan kontrol yang ketat maka mereka dapat mempengaruhi sukses perusahaan. Sebaliknya jika perusahaan berada pada lingkungan yang stabil maka kontrol yang ketat tidak perlu untuk dilakukan sehingga konsentrasi kepemilikan tidak akan terjadi. Menurut Demestz dan Lehn (1983) salah satu indikator dari ketidakstabilan adalah standar deviasi dari imbal hasil harga saham bulanan.

Faktor ketiga yang mempengaruhi konsentrasi kepemilikan adalah Peraturan atau Regulasi. Adanya peraturan akan memperkecil pilihan-pilihan dalam pengambilan keputusan yang dilakukan pemilik perusahaan sehingga mengurangi potensi kontrol oleh pemilik perusahaan. Selain itu regulasi atau peraturan juga secara otomatis melakukan kontrol dan monitoring terhadap manajemen dari suatu perusahaan. Pada kondisi dimana tidak terdapat terlalu banyak regulasi dan peraturan untuk perusahaan, maka kontrol yang lebih perlu dilakukan oleh pemilik perusahaan untuk melindungi kepentingannya, dalam hal ini akan tercermin dengan adanya konsentrasi kepemilikan, demikian juga sebaliknya.

Selain tiga faktor diatas Claessens dan Lang (12003) menemukan bahwa perlindungan hukum atas hak kepemilikan juga mempengaruhi konsentrasi kepemilikan seperti yang dikutip oleh Novara (2007). Perlindungan atas hak

kepemilikan dalam suatu negara menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi konsentrasi kepemilikan karena apabila pada suatu negara perlindungan terhadap hak kepemilikan warganya tidak efektif, maka perlindungan terhadap hak kepemilikan itu akan dilaksanakan secara maksimal oleh masing-masing individu. Dalam konteks kepemilikan perusahaan, apabila perlindungan atas hak kepemilikan oleh negara tidak efektif maka hal ini akan menjadi insentif kepada pemegang saham untuk melindungi hak kepemilikan mereka secara maksimal, salah satu caranya adalah dengan memiliki konsentrasi kepemilikan yang besar dalam suatu perusahaan. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan maka individu tersebut akan mempunyai kekuatan tawar yang lebih untuk mempertahankan haknya tanpa bantuan dari pemerintah sekalipun. Dengan menggunakan kerangka pemikiran ini maka dapat disimpulkan bahwa pada negara dimana perlindungan atas hak kepemilikan masih sedikit akan terjadi konsentrasi kepemilikan pada perusahaan-perusahaan di negara tersebut.

Claessens dan Lang (2003) menemukan adanya konsentrasi kepemilikan yang tinggi pada negara-negara Asia timur seperti Indonesia, Thailand, Malaysia dapat disebabkan karena rendahnya perlindungan hak kepemilikan di negara-negara tersebut. Hal ini ditambah dengan masih lemahnya sistem hukum yang menyebabkan terjadinya ketidakpastian hukum dan korupsi.

Masih dalam tulisan yang sama, Claessens dan Lang (2003) juga mengemukakan bahwa faktor usia perusahaan juga menentukan konsentrasi kepemilikan pada suatu perusahaan. Untuk hal ini terdapat dua pendapat yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi adalah perusahaan yang memiliki usia relatif lebih lama, sedangkan pendapat kedua mengatakan bahwa perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan akan memiliki usia yang lebih muda.

#### **2.4 Pengaruh Positif dari Struktur Kepemilikan Keluarga Terhadap Perusahaan**

Dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi kepada keluarga dimana biasanya terdapat anggota keluarga yang memiliki jabatan di manajemen perusahaan,

maka terdapat kecenderungan yang bahwa perusahaan akan dapat meminimalisir adanya masalah keagenan didalam perusahaan sehingga biaya keagenan yang muncul dalam perusahaan tidak menurunkan nilai perusahaan. Menurut Fama dan Jensen (1983) masalah keagenan ini dapat ditekan karena tidak terjadi konflik Manajemen perusahaan dan pemilik perusahaan, dikarenakan pengambilan keputusan dan kontrol dilakukan oleh agen yang sama yaitu anggota keluarga pemilik perusahaan sehingga tidak terjadi biaya keagenan yang muncul untuk melakukan monitoring terhadap keputusan yang dilakukan.

Seperti yang telah dijelaskan diatas, adanya konsentrasi kepemilikan oleh keluarga dalam perusahaan dapat meminimalkan biaya keagenan. Menurut Demsetz dan Lehn (1985) dalam perusahaan yang dimiliki oleh keluarga pendirinya, kecenderungan ini akan semakin kuat untuk ditemukan karena biasanya keluarga tersebut menginvestasikan hamper seluruh harta kekayaannya dalam perusahaan tanpa melakukan diversifikasi diperusahaan lain. Karena investasi tersebut, keluarga pendiri perusahaan menjadi investor yang sangat peduli akan kelangsungan perusahaan dan mempunyai dorongan lebih untuk memonitor kinerja perusahaan maupun kinerja manajemen perusahaan. Apabila dalam pelaksanaannya kegiatan memonitor perusahaan membutuhkan informasi dan teknologi yang sangat spesifik, keluarga sebagai salah satu pemilik perusahaan akan memiliki kelebihan karena keberadaanya yang sudah lama sebagai pemilik perusahaan.

Dalam banyak situasi, konflik antara manajer dan pemilik perusahaan tidak akan terjadi apabila terdapat anggota keluarga yang memiliki perusahaan memiliki jabatan dalam perusahaan. Dalam perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi pada keluarga, biasanya akan terjadi transfer pengalaman dan pengetahuan dari satu generasi ke generasi penerusnya. Apabila generasi penerus ini tumbuh dan sudah lama berada dalam perusahaan, maka akan menciptakan hubungan yang penuh rasa kepercayaan dengan karyawan dan hubungan yang berorientasi jangka panjang dengan para pemasok dan pihak-pihak luar lainnya. Menurut penelitian Ward (1988) yang dikutip oleh Andres (2008), perusahaan keluarga dapat menciptakan

kepercayaan dan loyalitas pekerja sehingga akan menurunkan biaya rekrutmen dan pergantian karyawan dalam perusahaan.

Anderson et al (2003b) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan oleh keluarga dapat memiliki *cost of debt* yang lebih rendah jika dibandingkan dengan perusahaan non keluarga. Hal ini bisa terjadi karena para kreditur menganggap bahwa kepemilikan perusahaan oleh keluarga dapat meminimalisir konflik yang terjadi antara kreditur dengan para pemegang saham sehingga kepentingan para kreditur lebih terlindungi.

## **2.5 Pengaruh Negatif Struktur Kepemilikan Keluarga terhadap Perusahaan**

Struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi kepada keluarga tidak hanya memiliki pengaruh positif terhadap perusahaan, namun juga memiliki pengaruh yang negatif. Pada perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi kepada keluarga biasanya akan terjadi penggabungan antara fungsi manajemen dan kontrol dalam perusahaan. Penggabungan ini dapat menyebabkan pengambilan keputusan investasi yang tidak optimal yang hanya menguntungkan pihak keluarga namun merugikan pemegang saham minoritas karena adanya perbedaan kepentingan diantara kedua jenis pemegang saham (Fama dan Jensen, 1983).

Selain itu perusahaan keluarga yang mengalami *entrenchment effect*, kondisi dimana manajemen perusahaan sudah tidak mengikuti tata kelola kontrol dan mekanisme kontrol perusahaan (Berger, Ofek, dan Yermack; 1997), dapat memiliki insentif untuk mengambil keuntungan yang bersifat pribadi yang merugikan perusahaan yang berarti sekaligus mengambil-alih hak yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas (Faccio et al, 2002).

Demsetz dan Lehn (1985) menyebutkan juga salah satu dampak negatif dari struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga dapat juga memiliki biaya (dampak negatif) yang tidak muncul dalam bentuk uang dan tidak mengurangi keuntungan perusahaan yaitu *amniety potensial* atau keuntungan non-materi yang

didapat keluarga pemilik perusahaan ketika memiliki kontrol, controhnya adalah pendiri perusahaan akan sangat merasa bahagia apabila perusahaan yang didirikannya dipimpin oleh salah satu keturunnya dimasa depan. Selain itu keluarga yang menguasai perusahaan juga mempunyai kecenderungan untuk memberikan jabatan-jabatan eksekutif perusahaan kepada anggota keluarga tertentu sehingga membatasi komposisi pekerja dalam kelompok tertentu.

Morck et al (2000) berpendapat bahwa kemampuan kewirausahaan atau entrepreneurial bukanlah sesuatu yang dapat diwariskan dari satu generasi ke generasi yang lain, oleh karena itu keterunan dari pendiri perusahaan biasanya cenderung memiliki kemampuan entrepreneurial yang tidak istimewa seperti pendiri perusahaan sehingga akan berakibat negatif pada kinerja perusahaan yang kepemimpinannya diteruskan kepada keturunan pendiri perusahaan.

Peran keluarga pemilik perusahaan dalam memilih manajer dan siapa saja yang duduk dalam dewan komisaris akan meningkatkan kemungkinan terjadinya *entrenchment* yang dapat menurunkan nilai perusahaan karena pihak eksternal tidak dapat melakukan kontrol terhadap perusahaan, sejalan dengan argumen ini tingginya konsentrasi kepemilikan keluarga menyebabkan turunya kemungkinan adanya penawaran oleh investor dari luar sehingga menyebabkan penurunan valuasi nilai pasar perusahaan (Barclay dan Holderness, 1989) seperti yang dikutip oleh Andres (2008).

Lebih jauh lagi, Shleifer and Vishny (1997) mengutarakan bahwa salah satu biaya terbesar dari 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, dengan argumen ini mereka berpendapat bahwa kinerja perusahaan keluarga semakin menurun seiring dengan bertambahnya usia perusahaan.

Sebagai tambahan dari pengaruh negatif diatas, perusahaan keluarga sebagai salah satu investor yang besar dan tidak terdiversifikasi dapat membuat keputusan

agar perusahaan menempuh strategi yang meminimalkan risiko yang mungkin timbul bagi mereka dan perusahaan. Terdapat dua cara untuk menerapkan strategi perusahaan yang meminimalkan risiko, pertama adalah dengan melakukan investasi kepada proyek-proyek yang menghasilkan arus kas yang tidak berhubungan dengan bisnis utama dari perusahaan, strategi demikian akan menguntungkan keluarga namun tidak untuk para pemegang saham minoritas yang lebih senang melakukan diversifikasi portofolio sesuai keinginan mereka. Kedua, keluarga pemilik perusahaan dapat memilih sumber pendanaan yang tidak terlalu berisiko (dalam konteks kecilnya probabilitas mengalami kegagalan/kebangkrutan) sehingga menggunakan lebih sedikit hutang dalam struktur permodalan, yang pada akhirnya mengurangi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan sumber dana eksternal untuk melakukan investasi pada proyek tertentu dan juga menghilangkan kesempatan untuk mendapatkan *tax shield* yang lebih tinggi dari hutang.

## **2.6 Literatur Penelitian Sebelumnya**

Andres (2006) dalam penelitiannya dengan menggunakan sampel 275 di Jerman berhasil menemukan pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan. Dari hasil penelitian tersebut diketahui bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga pendiri perusahaan memiliki kinerja yang lebih baik jika dibandingkan dengan struktur kepemilikan lainnya. Selain itu ditemukan juga efek pendiri dimana kinerja perusahaan keluarga akan semakin baik ketika dipimpin oleh pendiri perusahaan. Representasi keluarga dalam kontrol perusahaan juga memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Kesimpulan dari penelitian ini adalah struktur kepemilikan keluarga ternyata mampu mengurangi dan menghilangkan masalah dan biaya keagenan.

Anderson dan Reeb (2003a) melakukan penelitian tentang hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dengan kinerja perusahaan dengan menggunakan data panel dari perusahaan di index S&P 500 yang mempunyai hasil bahwa perusahaan keluarga mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan

lainnya, terutama terjadi pada perusahaan dimana pendiri perusahaan tersebut masih aktif menjadi CEO perusahaan (*founder effect*). Namun hal yang serupa tidak dapat ditemukan di Kanada menurut penelitian yang dilakukan oleh Morck et al (2000) yang disebabkan oleh lemahnya pertumbuhan perusahaan karena tingginya halangan atas kontrol dari pihak luar, dan investasi yang tidak inovatif.

Penelitian yang dilakukan oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (MSV) (1988) menemukan adanya hubungan antara kinerja perusahaan (yang diukur dengan *Tobin's Q*) dengan presentase kepemilikan manajemen. Seiring dengan naiknya kepemilikan dari 0 ke 5%, kinerja perusahaan pun meningkat. Pada rentang kepemilikan dari 5% lebih sampai 25%, kinerja perusahaan menurun. Ketika konsentrasi kepemilikan di atas 25%, kinerja perusahaan naik secara perlahan. Penjelasan yang didapat oleh MSV adalah presentase kepemilikan manajemen antara 0 sampai 5% menghasilkan *alignment-interest effect* (efek kesesuaian kepentingan) yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Sedangkan presentase kepemilikan antara 5% sampai 25% menunjukkan *entrenchment effect* yang terjadi dari kepemilikan manajemen mempunyai efek yang buruk pada kinerja. Presentase kepemilikan di atas 25% melemahkan *entrenchment effect* yang terjadi.

Penelitian mengenai hubungan antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan juga diteliti oleh Claessens dan Djankov (1999). Mereka mengambil data 706 perusahaan Ceko Slowakia dari tahun 1992 sampai 1997. Untuk pengujian secara empiris Claessens dan Djankov memakai variabel profitabilitas dan produktifitas tenaga kerja sebagai indikator dari kinerja perusahaan. Hasil tes empiris mengungkapkan bahwa semakin rendahnya penyebaran kepemilikan perusahaan, maka semakin tinggilah profitabilitas dan produktifitas tenaga kerjanya. Dari dua variabel ini ditemukan bahwa kedua – duanya secara positif dan signifikan berkorelasi dengan konsentrasi kepemilikan perusahaan. Dari regresi *second-step* yang dilakukannya mereka menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan mempunyai hubungan yang positif dengan kinerja. Kenaikan 10% pada koefisien konsentrasi

kepemilikan mempunyai dampak naiknya profitabilitas jangka pendek sebesar 3,3% dan kenaikan produktifitas tenaga kerja jangka pendek sebesar 2%.

McConnel dan Servaes (1990) melakukan penelitian yang mereplika penelitian MSV (1988) di atas, mereka menggunakan 1980 data, pada tahun 1976 dan 1986. Pada data tahun 1976 mereka menemukan bahwa hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's Q*, secara relative hampir tidak ada, dengan adanya efek kesesuaian antar kepentingan sampai dengan 50%, setelah itu kurva semakin mendatar dan turun dengan perlahan. Dengan data tahun 1986 mereka menemukan bahwa kurva naik secara tajam sampai 40%, setelah itu mendatar sampai 50%, lalu kurva pun menurun. McConnel dan Servaes (1990) juga menguji pengaruh *leverage*, kepemilikan institusional, pengeluaran *research & development (R&D)*, dan pengeluaran periklanan, menyimpulkan bahwa dengan memperhatikan variabel – variabel kontrol ini hasil awal yang telah ditemukan tidak berubah.

Penelitian lainnya yang juga mengacu pada penelitian MSV dilakukan oleh Cho (1998). Cho yang menggunakan data tahun 1991 berhasil memperoleh pola yang sama dengan MSV dengan menggunakan regresi *ordinary least squares (OLS)*. Cho menyadari bahwa penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya memperlakukan struktur kepemilikan sebagai hasil dari faktor-faktor luar (*exogenous*). Dia menguji hipotesis Demsetz dan Lehn (1985) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan adalah *endogenous*, merefleksikan keputusan yang dibuat oleh pemilik berdasarkan pertimbangan pilihan antara gaji atau *employee stock options*. Ketika Cho menghitung persamaan regresi yang simultan disbanding menggunakan OLS, dia menemukan bahwa nilai perusahaan mempengaruhi struktur kepemilikan, tetapi tidak kebalikannya. Hal ini memutar balikan interpretasi antara nilai perusahaan dengan struktur kepemilikan.

Bristow (1998) kembali meneliti isu mengenai struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan dengan data-data baru, yaitu data 4000 perusahaan dari tahun 1986 sampai 1995. Dia menghitung hubungan antara kepemilikan manajemen dengan

kinerja perusahaan tiap tahunnya selama sepuluh tahun tersebut. Pada beberapa tahun, Cho menemukan hasil yang sama dengan MSV, untuk beberapa tahun yang lain dia menemukan pola kurva yang sama dengan McConnel dan Servaes (1990), dan untuk tahun-tahun lainnya pola *bowl* (atap yang terbalik). Penemuan Bristow menyatakan bahwa variabel-variabel ekonomi lain, seperti tingkat pertumbuhan relatif industri, perbedaan pada permintaan dan penawaran antar industri, perubahan relative nilai perusahaan antar industri dan perusahaan – perusahaan di dalamnya, dan pergerakan harga saham, dapat berpengaruh pada hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan.

Villalonga dan Amit (2006) meneliti bagaimana kepemilikan keluarga, kontrol dan manajemen didalam perusahaan mempengaruhi nilai (*value*) perusahaan. Mereka meneliti perusahaan-perusahaan yang masuk dalam daftar *Fortune-500* pada periode 1994-2000, dan menemukan bahwa kepemilikan oleh keluarga meningkatkan nilai (*value*) perusahaan jika perintis atau penemunya menjadi CEO atau menjadi *chairman* dengan seorang CEO yang dipekerjakan. Namun ketika generasi penerusnya menjadi CEO, nilai (*value*) perusahaan menurun. Penemuan mereka menunjukkan bahwa konflik pemilik-manajemen dalam perusahaan non-keluarga menghabiskan lebih banyak biaya dibanding konflik antara keluarga dan pemegang saham yang bukan keluarga dalam perusahaan dengan perintis atau penemunya menjadi CEO. Tetapi bagaimanapun juga, konflik antara keluarga dengan pemegang saham non-keluarga dalam perusahaan keluarga dimana generasi penerusnya menjadi CEO menghabiskan lebih banyak biaya dibanding konflik antara pemilik-manajemen dalam perusahaan non-keluarga.

Cronqvist dan Nilsson (2003) meneliti 309 perusahaan yang *listed* di Swedia periode tahun 1991-1997. Penemuan mereka menunjukkan bahwa jika kepemilikan hak suara dikontrol oleh keluarga, maka nilai (*value*) perusahaan akan turun, dan demikian pula sebaliknya. Senada dengan Cronqvist dan Nilsson, Holderness dan Sheehan (1988) menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki nilai *Tobin's q* yang lebih rendah dibanding perusahaan non-keluarga.

Sedangkan La Porta et al. (1999) yang meneliti 539 perusahaan besar dari 27 negara maju, menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, lebih khusus pada *cash flow rights* akan meningkatkan nilai perusahaan.

Claessens et al (2002) juga meneliti topik yang sama dengan sampel 1301 perusahaan terbuka dari 8 negara di Asia Timur, termasuk Indonesia. Dalam penelitian Claessen dkk. (2002) ini Indonesia adalah satu-satunya negara yang menunjukkan efek *entrenchment* dan *alignment* dengan tingkat signifikansi yang sama kuatnya. Sampel perusahaan Indonesia menunjukkan hubungan positif antara *ownership* dengan *valuation*. Namun sampel tersebut juga menunjukkan hubungan negatif antara besarnya perbedaan *ownership* dan *control* dengan *valuation* pada tingkat signifikansi 1%.

