

PENGARUH KEPEMILIKAN KELUARGA TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN: EFEK MODERASI DARI KETERLIBATAN KELUARGA

Melati Oktafiyani¹
Jesica Viranco Intan Miranda²
Nila Tristiarini³
St. Dwiarso Utomo⁴
¹²³⁴(Universitas Dian Nuswantoro)

¹melati.oktafiyani@dsn.dinus.ac.id

Abstract

This study aims to analyze the moderating role of family involvement on the effect between family ownership on financial performance while taking into consideration the characteristic of the company (size). Using time series dataset, this study covers a sample of 32 public companies (288 company-years) listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) over the period 2010-2018. The family business category is defined as FPEC-Scale (Power Dimensions). The finding shows that family ownership positively affects the financial performance. In addition, the other findings indicate that the more the family is involved in the management and corporate governance, the more financial performance appears to be sustained over the long term. On the other hand, the relationship of family ownership and financial performance is moderated by family involvement. It emphasizes the importance of holding CEO positions in the family business by family members, in particular founders, in order to achieve better financial performance.

Keywords: *Financial Performance, Family Involvement, Family Business, FPEC-Scale*

I. PENDAHULUAN

Di pasar negara berkembang, subyek mengenai tata kelola perusahaan merupakan isu hangat untuk didiskusikan, karena globalisasi pasar telah membuat pasar dunia dapat diakses oleh tata kelola perusahaan dari negara-negara yang bekerja sama tersebut, yang menyebabkan meningkatnya persaingan domestik dengan munculnya perusahaan-perusahaan multinasional. Dalam hal ini, kualitas tata kelola telah menjadi faktor penentu keberhasilan untuk bertahan hidup dan sumber keunggulan kompetitif. Ini juga menjadi faktor utama yang mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mengumpulkan dana dari pasar modal (Javid, 2012).

Sistem ekonomi global saat ini dipenuhi dengan bisnis keluarga, jenis bisnis yang paling umum di negara-negara industri dan berkembang (Astrachan & Shanker, 2003; Zahra & Sharma, 2004). Akibatnya, topik bisnis keluarga mendapat tempat khusus dalam penelitian akademisi dan praktisi, sebagaimana dibuktikan dengan sejumlah penelitian yang membahas tentang hal tersebut (Al-Dubai, dkk., 2014; Astrachan & Shanker, 2003; Rutherford, Kuratko, & Holt, 2008).

La Porta, dkk. (2000) mendefinisikan tata kelola perusahaan sebagai "tingkat tertentu dari serangkaian mekanisme di mana investor luar melindungi diri terhadap pengambil alihan oleh orang dalam". Struktur tata kelola perusahaan terdiri dari berbagai elemen yaitu peran manajemen, kepemilikan, dewan direksi, dan dewan komisaris. Struktur perusahaan yang baik mendorong perusahaan untuk menghasilkan nilai dalam hal inovasi, pengembangan, dan eksplorasi dan memberikan akuntabilitas terhadap sistem pengendalian yang sesuai dengan risiko yang ada.

Komposisi kepemilikan dalam bisnis milik keluarga merupakan bentuk umum yang kini banyak dijumpai di banyak negara. Bisnis keluarga secara signifikan telah berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi negara. Bisnis keluarga menguasai 80 hingga 98 persen bisnis domestik dan bahkan global. 70% dari bisnis besar Cina adalah milik keluarga (Martin, 2010)). Selain itu, di Amerika Serikat, sejumlah 24 juta bisnis yang dimiliki oleh keluarga menyumbang 64% ke produk domestik bruto negara dan menyumbang 62% dari tenaga kerja. Sembilan puluh persen dari lima belas juta perusahaan besar didominasi oleh kelompok keluarga. Di India, sejumlah 16 industri dari 20 industri terbesar dan 66% aset dari sektor swasta dikendalikan oleh bisnis milik keluarga. Bisnis yang dimiliki oleh keluarga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perekonomian Indonesia. Martin, (2010) mengatakan bahwa 61% perusahaan Indonesia bernilai lebih dari 50 juta dolar, dan 81% perusahaan besar adalah bisnis keluarga.

Jenis kepemilikan dalam suatu perusahaan adalah variabel paling signifikan yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan (Dharmadasa, 2014). Dalam buku yang berjudul *The Modern Corporation and Private Property* oleh Berle and Means ditemukan bahwa terdapat hubungan terbalik antara kepemilikan yang tersebar dan kinerja keuangan perusahaan. Pendapat tersebut didasarkan pada

pendekatan teori agensi yang menjelaskan konflik kepentingan antara pemilik dalam dan luar (Fama & Jensen, 1983a; Jensen & Meckling, 1976). Para peneliti teori agensi berpendapat bahwa konflik kepentingan ini terjadi di perusahaan karena pemisahan kepemilikan dan kontrol. Konflik semacam itu dapat menyebabkan kemunduran perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar (Fama & Jensen, 1983b). Sebaliknya, literatur menyoroti bahwa kepemilikan terkonsentrasi memberi insentif kepada pemilik mayoritas untuk aktif di perusahaan dan memantau manajemen Demsetz & Lehn, (2009) juga menunjukkan bahwa pemilik ini memiliki kemampuan untuk terlibat dengan menjalankan perusahaan, sehingga meningkatkan kinerja dengan menghindari konflik keagenan (Hoopes & Miller, 2006). Perusahaan Keluarga adalah contoh tipikal konsentrasi kepemilikan (Jensen & Meckling, 1976; Miller, Le Breton-Miller, Lester, & Cannella Jr, 2007; Salvato & Moores, 2010), dengan kepemilikan terutama terkonsentrasi di dalam keluarga. Penelitian telah menunjukkan bahwa ada perbedaan signifikan antara perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga mengenai struktur, kontrol, dan tujuan (Daily & Dollinger, 1991). Selain itu, beberapa Penelitian memberikan bukti bahwa perusahaan keluarga menunjukkan keunggulan kinerja terutama karena penyatuan kontrol kepemilikan (Daily & Dollinger, 1993) dan komitmen serta keterlibatan anggota keluarga dalam mendukung umur panjang perusahaan.

Telah ditunjukkan bahwa bisnis keluarga memiliki beberapa fitur yang mengarah pada kinerja yang lebih baik bila dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga (Amit & Villalonga, 2014). O'Boyle Jr, dkk. (2012) melakukan teknik meta-analisis untuk menganalisis sejumlah efek moderasi dari beberapa moderator konseptual (yaitu, jenis perusahaan, ukuran perusahaan, dan budaya) dan moderator metodologis (yaitu, definisi keterlibatan keluarga dan karakteristik publikasi). Temuan dari Penelitian tersebut mendukung efek moderasi maupun efek langsung dari keterlibatan keluarga dalam kepemilikan. Jiang & Peng (2011) adalah salah satu yang meneliti efek moderasi dari CEO keluarga pada hubungan kinerja kepemilikan-Perusahaan Keluarga di Asia, di mana CEO keluarga ditemukan secara positif memoderasi hubungan di beberapa negara (misalnya, Indonesia dan Taiwan) , dan secara negatif memoderasi hubungan kepemilikan keluarga dan kinerja keuangan perusahaan di Hong Kong.

II. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Teori Keagenan

Masalah keagenan muncul ketika seorang manajer dengan informasi superior bertindak sebagai agen untuk pemilik, yang memungkinkan manajer itu untuk mengeksploitasi atau mengambil alih sumber daya bisnis yang sebaliknya akan memberikan pengembalian kepada pemilik yang disebut masalah pengendara bebas. Masalahnya berasal dari asimetri informasi antara para pihak dan dari berbagai insentif mereka (Ang, dkk., 2000; Demsetz, 1988; Fama & Jensen, 1983a, 1983b). Bisnis keluarga berbeda dalam tingkat di mana mereka harus menanggung biaya ini, tergantung pada pilihan tata kelola mereka. Biaya agensi antara pemilik dan agen manajerial dapat secara menguntungkan rendah jika ada keselarasan yang erat atau bahkan identitas antara kepentingan pemilik dan manajer (Fama & Jensen, 1983a, 1983b). Namun, jenis biaya agensi lainnya bisa lebih tinggi dalam perusahaan keluarga antara pemilik minoritas dan pemilik utama keluarga yang berfungsi sebagai agen de facto mereka yang berpotensi eksploitatif (Morck & Yeung, 2003; Villalonga & Amit, 2006).

Para ahli teori agensi berpendapat bahwa konsentrasi dalam kepemilikan mengurangi biaya pemantauan (*monitoring cost*) karena pemilik mayoritas memiliki insentif dan seringkali keahlian untuk memantau manajer mereka (Jensen & Meckling, 1976). Dengan kepemilikan saham yang signifikan, pemilik keluarga juga akan memiliki insentif, kekuasaan, dan informasi untuk mengendalikan manajer mereka, sehingga mengurangi biaya agen dan meningkatkan pengembalian (*return*) (Anderson & Reeb, 2003).

Pengurangan biaya agensi dapat dicapai dengan menghilangkan sepenuhnya pemisahan antara pemilik dan manajemen ketika pemilik utama menjadi manajer puncak. Tunduk pada kualifikasi di atas, dan tidak seperti CEO non-keluarga yang sering didorong oleh motif jangka pendek, banyak pemilik-manajer memiliki kekuatan, insentif, dan pengetahuan untuk menjalankan bisnis dengan baik. Pengurangan yang dihasilkan dalam biaya agen pengendara bebas adalah dalam dan dari dirinya sendiri terkait dengan tabungan, dan dengan demikian dengan

kelebihan sumber daya yang dapat menghasilkan pengembalian keuangan yang unggul (Jayaraman, dkk., 2000).

2.2 Kepemilikan Keluarga dan Kinerja keuangan perusahaan

Penelitian tentang perusahaan keluarga sering berfokus pada efek negatif dari kepemilikan keluarga dan memandang perusahaan keluarga sebagai bentuk organisasi yang relatif tidak efisien dan tidak menguntungkan. Kemunduran kepemilikan keluarga yang disebutkan secara luas adalah masalah keagenan, yang dihasilkan dari kombinasi kepemilikan dan kendali yang memungkinkan pemegang saham terkonsentrasi untuk menukar keuntungan dari *private rent* (Jensen & Meckling, 1976). Keluarga pendiri dapat bekerja untuk keuntungan mereka sendiri dengan mengorbankan pemegang saham lainnya. Pemegang saham keluarga cenderung memperlakukan perusahaan sebagai layanan pekerjaan keluarga atau bank swasta (Shleifer & Vishny, 1997), dan mereka mungkin membatasi posisi manajemen puncak kepada anggota keluarga daripada merekrut manajer profesional yang berkualifikasi dan kompeten (Carney, 1998). Oleh karena itu, perusahaan dengan pemilik yang besar dan tidak terdiversifikasi seperti keluarga pendiri cenderung berkinerja buruk pada perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar (DeAngelo & DeAngelo, 2000; Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, & Gutierrez, 2001).

Berle and Means (1932) dalam Mizruchi (2004) adalah penulis pertama yang meneliti bagaimana struktur kepemilikan mempengaruhi pengambilan keputusan di perusahaan modern dengan kepemilikan tersebar. Namun, sementara pasar modal Anglo-Saxon dicirikan oleh dispersi properti yang tinggi, konsentrasi kepemilikan, terutama kelompok keluarga, masih lazim di negara lain, terutama di negara berkembang (Morck & Yeung, 2003).

La Porta, dkk., (2000) telah menemukan bahwa kepemilikan mempengaruhi secara substansial struktur kepentingan perusahaan dan memiliki konsekuensi penting bagi perusahaan. Indonesia menganut sistem Eropa Kontinental yang bertentangan dengan sistem hukum umum Anglo-Saxon, yang berarti bahwa ada konsentrasi kepemilikan yang tinggi dan perlindungan yang rendah untuk pemegang saham minoritas (Setiawan, 2012). Demsetz (1988) menjelaskan hubungan antara tingkat konsentrasi kepemilikan dan toleransi risiko perusahaan, di mana perusahaan dengan volatilitas yang lebih tinggi berusaha

mengurangi risiko melalui konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi. Hubungan ini dapat diterapkan pada perusahaan di pasar negara berkembang, yang cenderung memiliki volatilitas yang lebih tinggi, dan dengan demikian mempertahankan kontrol dan meminimalkan risiko.

Dalam bisnis keluarga dan meta analisis kinerja keuangan yang dilakukan oleh (Mazzi, 2011) mempertimbangkan perusahaan publik terutama yang terdaftar di negara-negara maju. Penelitian tersebut menemukan bahwa perusahaan keluarga mengungguli perusahaan non-keluarga.

Secara umum, hubungan positif antara struktur kepemilikan dan kinerja tampaknya berlaku di sebagian besar penelitian untuk tingkat konsentrasi kepemilikan keluarga yang lebih tinggi. Dengan demikian, di negara seperti Indonesia di mana ada perlindungan pemegang saham yang buruk, diharapkan kepemilikan harus terkonsentrasi untuk mengatur manajemen perusahaan dan mengurangi masalah keagenan. Dengan demikian, hipotesis berikut dapat diajukan:

H₁: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

2.3 Efek Moderasi Keterlibatan Keluarga Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Keluarga dan Kinerja Keuangan Perusahaan

Masalah tentang tata kelola perusahaan dan pemisahan kepemilikan pertama kali disoroti oleh Berle dan Means (1932). Sejak saat itu, berbagai Penelitian mengenai topik tersebut mencoba untuk mengkaji dan menemukan solusi atas masalah tersebut. Mayoritas Penelitian menggunakan teori keagenan sebagai dasar teoritis (Mustakallio, 2002), karena menawarkan kerangka kerja ekstensif yang menjelaskan konflik kepentingan antara pemilik dan manajer. Namun, meskipun banyak penelitian yang ada yang bertujuan untuk investigasi hubungan antara keterlibatan keluarga dalam manajemen dan kinerja keuangan perusahaan, temuan yang bertentangan ditemukan di beberapa Penelitian (Kowalewski, dkk., 2010; Sciascia & Mazzola, 2008). Ini berasal dari sudut pandang yang kontras dari teori agensi dan teori *stewardship* dan implikasinya terhadap perusahaan keluarga.

Teori keagenan menyebutkan bahwa tidak adanya konvergensi kepentingan antara pemegang saham yang memegang bagian dari kepemilikan perusahaan dan manajer eksternal secara signifikan meningkatkan biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Alasannya terletak pada kenyataan bahwa menurut teori agensi, manajer adalah individu yang mementingkan diri sendiri (Davis, dkk., 1997), didorong oleh ego pribadi yang bertindak terutama untuk kepentingan terbaik mereka sendiri, mengabaikan kepentingan pemegang saham lain dan melakukan kegiatan yang bertentangan dengan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, untuk mengurangi masalah keagenan, manajer juga harus menjadi pemilik, sehingga upaya maksimal dapat dilakukan untuk peningkatan nilai perusahaan (Seifert, dkk., 2005) atau agar keluarga dapat terlibat baik dalam kepemilikan maupun manajemen (Bocatto, Gispert, & Rialp, 2010)

Beberapa penelitian oleh Maury & Pajuste (2005); (Sciascia & Mazzola, 2008) yang meneliti alasan keterlibatan keluarga dalam manajemen perusahaan keluarga karena warisan keluarga yang satu dan sama dengan kesejahteraan perusahaan, pemilik keluarga sering kali enggan untuk menyerahkan kekuasaan mereka kepada manajer eksternal. Oleh karena itu, pemilik keluarga dapat memblokir anggota non-keluarga untuk mendapatkan posisi manajerial utama di perusahaan (Westhead & Howorth, 2006). Selain itu, pemilik keluarga memilih untuk menjaga proses pengambilan keputusan di tangan keluarga untuk mencegah terjadinya konflik antara keluarga dan manajer eksternal yang akan berdampak pada menurunnya kinerja keuangan perusahaan (Chua, Chrisman, & Sharma, 2003).

Selain itu, CEO keluarga membantu menyelaraskan insentif pemegang saham keluarga dengan insentif manajer, yang pada akhirnya menghasilkan kinerja keuangan perusahaan yang positif (Anderson & Reeb, 2003). Oleh karena itu, anggota keluarga memiliki lebih banyak peluang untuk menjadi CEO dibandingkan dengan anggota non-keluarga dalam perusahaan keluarga karena pengurangan biaya agensi dan penyediaan dukungan untuk kontrol keluarga (Jiang & Peng, 2011)

Anderson & Reeb (2003) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan CEO keluarga mengungguli perusahaan lain dalam hal profitabilitas, sebuah temuan yang didukung oleh (Abdullah A. Al-Dubai, dkk., 2014; Isakov & Weisskopf, 2009; Lee, 2006). Berdasarkan Penelitian oleh (Isakov & Weisskopf, 2009), kinerja

keuangan (ROA) dari perusahaan keluarga yang memiliki CEO eksternal lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan keluarga dengan CEO keluarga. Perusahaan-perusahaan keluarga di Eropa dengan CEO keluarga memiliki kinerja keuangan yang lebih baik bila dibandingkan dengan perusahaan keluarga dengan CEO non-keluarga, meskipun hubungannya lemah (Barontini & Caprio, 2006).

Dalam penelitian terkait lainnya, Jiang & Peng (2011) melalui interaksi CEO keluarga dengan kepemilikan keluarga, CEO keluarga ditemukan memoderasi secara positif hubungan kepemilikan keluarga terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam konteks perusahaan keluarga di Indonesia dan Taiwan. Namun, ini secara negatif memoderasi hubungan dalam konteks perusahaan keluarga di Hong Kong. Oleh karena itu, dari pembahasan di atas, berikut adalah hipotesis yang diajukan:

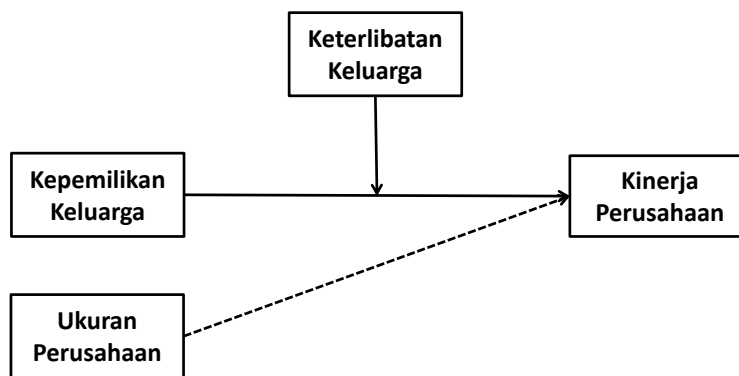
H₂: Keterlibatan keluarga memoderasi hubungan antara kepemilikan keluarga dan kinerja keuangan perusahaan.

2.4 Ukuran Perusahaan

Hubungan antara kinerja keuangan dan ukuran perusahaan telah menarik banyak perhatian dan perdebatan dalam literatur. Beberapa berpendapat yang mendukung bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin baik kinerja perusahaan. Perusahaan besar cenderung memanfaatkan skala ekonomi dan memiliki daya tawar yang lebih baik atas pelanggan dan pemasok (Serrasqueiro & Nunes, 2008). Selain itu, perusahaan besar memiliki sumber daya manusia yang lebih luas, dapat mencapai diversifikasi strategis yang lebih besar dan memiliki kemudahan dalam akses kredit untuk investasi (Yang & Chen, 2009). Pada saat yang sama, perusahaan berukuran kecil dan menengah memiliki karakteristik tertentu yang menyebabkan mereka menanggung lebih sedikit masalah keagenan. Perusahaan kecil dan menengah memiliki ciri struktur non-hierarki yang lebih fleksibel dan mungkin tepat dalam lingkungan bisnis yang sering berubah (Yang & Chen, 2009).

Dalam sebuah studi pada perusahaan Portugis oleh Serrasqueiro & Nunes, (2008) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan, tetapi hanya untuk sampel perusahaan kecil dan menengah namun tidak untuk perusahaan besar.

Temuan lain menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan (profitabilitas) (Vijayakumar & Tamizhselvan, 2010). Dalam studi tersebut, digunakan pengukuran yang berbeda dari ukuran perusahaan (diukur dengan total aset dan penjualan) dan profitabilitas (*profit margin* dan ROA) dengan sampel 15 perusahaan di India Selatan. Setelah membagi usaha menjadi empat kelas ukuran, hasil analisis regresi yang menunjukkan bahwa untuk semua kelas ukuran, profitabilitas usaha dipengaruhi secara positif oleh ukuran usaha.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

III. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan go-publik yang terdaftar di BEI periode 2010 – 2018 dan menggunakan metode *purposive sampling*, penelitian ini mengkategorikan perusahaan yang menjadi populasi ke dalam kategori perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Definisi kategori Perusahaan Keluarga merujuk pada skala F-PEC (dimensi *Power*) (Astrachan, Klein, & Smyrniotis, 2002; Giovannini, 2010; Oktafiyani & Machmuddah, 2018).

Menggunakan skala pada dimensi *Power*, kategori perusahaan keluarga dikelompokkan menjadi empat subkategori, sebagai berikut:

Skala interval F-PEC	Keterangan Kategori
0 – 0,5	Perusahaan non-keluarga
\leq 0,5 - 1	Perusahaan keluarga lemah
\leq 1 – 1,5	Perusahaan keluarga normal
\leq >1,5	Perusahaan keluarga kuat

Sumber: (Giovannini, 2010).

Perusahaan yang memiliki nilai F-PEC \geq 0,5 merupakan perusahaan sampel dalam penelitian ini (Astrachan, dkk., 2002):

$$F - PEC = \frac{FamOwn}{TotOwn} + \frac{FamBOD}{TotBOD} + \frac{FamBOC}{TotBOC}$$

Keterangan:

- FamOwn : Jumlah kepemilikan oleh keluarga
- TotOwn : Total Keseluruhan Kepemilikan
- FamBOD : Jumlah anggota keluarga menduduki Dewan Direksi
- TotBOD : Jumlah Keseluruhan Dewan Direksi
- FamBOC : Jumlah anggota keluarga menduduki Dewan Komisaris
- TotBOC : Jumlah Keseluruhan Dewan Komisaris

Kriteria berikutnya dari perusahaan keluarga dilihat dari *founder*, direktur, manajemen eksekutif, atau *block holders* adalah anggota keluarga (baik oleh darah maupun pernikahan) (Anderson & Reeb, 2003; Claessens, dkk, 2000).

Claessens *et al.*, (2000) menyatakan bahwa kontrol perusahaan perusahaan publik di Indonesia adalah melalui struktur piramida yaitu pemilik utama sebesar 66,9%; 1,3% bagi *crossholding* antar perusahaan; pemilik mayoritas sebesar 53,4%; dan 84,6% merupakan bagian untuk manajemen eksekutif yang berasal dari keluarga. Dengan kata lain, penentuan kepemilikan keluarga adalah dengan menghitung persentase kepemilikan perorangan (anggota keluarga) dan/ atau perusahaan (pemilik adalah satu keluarga/kelompok keluarga) yang ditelusuri rantai piramida dan cross-holding secara terpisah.

3.2 Variabel Dan Model Penelitian

Moderated Regression Analysis diestimasi dengan PLS (*Partial Least Square*) dilakukan dengan bantuan software Warp-PLS 6.0. Model regresi yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

$$FP = \alpha + \beta_1FO + \beta_2FO*FI + \beta_3FS$$

Dimana:

- FP = Kinerja keuangan perusahaan (diukur dengan Z-Skor Standar ROA)
 α = Konstanta
 $\beta_1; \beta_2; \beta_3$ = Koefisien Parameter
 FO = Kepemilikan Keluarga (Persentase Kepemilikan Saham oleh keluarga baik individu maupun ultimate melalui perusahaan keluarga lain)
 FI = Keterlibatan Keluarga (sebagai dewan komisaris dan/atau dewan direksi perusahaan)
 FS = Ukuran Perusahaan (Penjualan) (Dharmadasa, 2014)

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini fokus pada perusahaan publik non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan keuangan seperti bank dan asuransi dikeluarkan dari sampel karena perbedaan standar akuntansi dan peraturan pemerintah (Isakov & Weisskopf, 2009; Lee, 2006). Berdasarkan dari hasil perhitungan F-PEC Scale, terdapat 32 perusahaan yang masuk ke dalam kategori perusahaan keluarga atau 288 data observasi (perusahaan-tahun).

Statistik Deskriptif

Bagian berikut ini menyajikan hasil statistik deskriptif dan hasil regresi dengan variabel moderasi sebagai berikut:

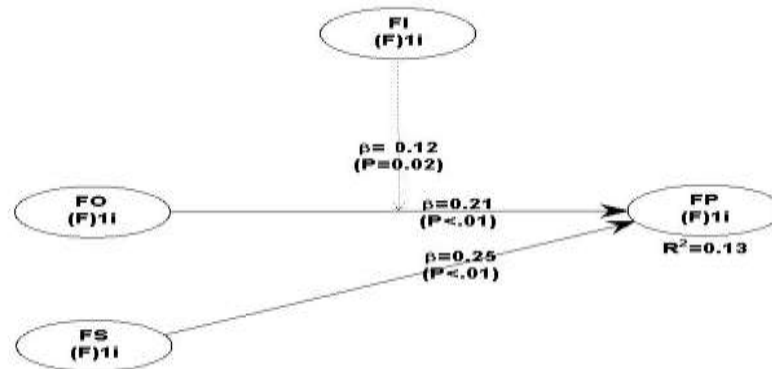
Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FO	288	1,670	100,000	57,293	19,677
FI	288	30,952	141,667	75,671	27,965
FP	288	-13,400	38,247	8,056	6,506
FS	288	17.960.10 0.000	95.707.663.000 .000	6.165.977.174.8 12,993	13.650.544.211. 061,230

Kinerja keuangan perusahaan keluarga pada Tabel 1 menunjukkan nilai rata-rata sebesar 8,056% dari periode 2010 hingga 2018 (selama kurun waktu 8 tahun periode penelitian) dengan persentase kepemilikan keluarga rata-rata 57,29% dan keterlibatan (kontrol) dalam manajemen sebesar 75,67% artinya perusahaan publik di Indonesia dengan F-PEC Scale yang tinggi memiliki rata-rata persentase kinerja sebesar 8,056%.

Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada gambar berikut.



Gambar 2. Moderated Regression Analysis

Sumber: Hasil Olah Data, WarpPLS (2020)

Hasil ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan (ROA) ($\beta = 0,21$, $p \leq 0,01$), hal ini mendukung hipotesis pertama (H_1). Temuan ini konsisten dengan bukti dari Kanada (King & Santor 2008), Pakistan (Shahab-u-Din & Javid, 2001), Jerman (Andres, 2008), Jepang (Dharmadasa, 2014), dan perusahaan Eropa (Thomsen & Pedersen, 2000). Analisis regresi dengan variabel moderasi menunjukkan hasil ($\beta = 0,12$, $p=0,02$) sehingga bisa disimpulkan bahwa H_2 diterima atau semakin tinggi keterlibatan keluarga dalam manajemen maka pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kinerja keuangan perusahaan juga semakin tinggi.

Selama dekade terakhir, penelitian mengenai efek kepemilikan keluarga terhadap kinerja keuangan perusahaan telah menjadi yang topik utama dalam penelitian bisnis keluarga. Penelitian ini telah memberikan analisis hubungan antara konsentrasi kepemilikan keluarga dan kinerja keuangan perusahaan dalam konteks Asia, menggunakan sampel perusahaan keluarga di Indonesia. Perusahaan keluarga menghasilkan kinerja yang meningkat karena manfaat keagenan yang disebabkan oleh kepemilikan keluarga dan keterlibatan anggota keluarga dalam manajemen.

Penelitian ini menawarkan kontribusi empiris, metodologis dan teoritis untuk bidang penelitian perusahaan keluarga yang mengeksplorasi kesenjangan dalam penelitian pada perusahaan publik yang dikendalikan oleh keluarga (Filatotch, dkk, 2005; Gomez-Mejia, dkk., 2003), yang mewakili bagian penting dari sektor korporasi di banyak negara maju dan berkembang. Berfokus pada kepemilikan

keluarga dan kinerja keuangan perusahaan di Indonesia, temuan penelitian ini berkontribusi pada pemahaman yang lebih baik tentang kekosongan kinerja kepemilikan keluarga perusahaan publik dari perspektif ekonomi negara berkembang di Asia, di mana ada sejarah panjang perusahaan keluarga.

V. SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, komposisi investor institusi dalam kepemilikan perusahaan dapat memiliki pengaruh pada pengawasan manajerial dan kapasitas untuk mengurangi kemungkinan pengambilalihan oleh pemilik keluarga. Kedua, dalam penelitian ini, tidak memperhitungkan pengaruh tersebut. Penelitian ini tidak mempertimbangkan pengaruh efek tersebut. Ketiga, ada kurangnya konsensus tentang mendefinisikan perusahaan keluarga. Penelitian ini menggunakan dua kondisi dalam mendefinisikan perusahaan keluarga: bahwa anggota keluarga masing-masing atau bersama-sama memegang setidaknya 20% saham pemilihan dan bahwa dewan komisaris dan/atau dewan direksi memiliki hubungan dengan keluarga. Jadi, sebelum digeneralisasikan, temuan penelitian ini perlu ditafsirkan secara cermat karena penggunaan definisi yang berbeda mungkin telah menghasilkan hasil yang berbeda.

Oleh karena itu, penelitian selanjutnya mengenai kepemilikan keluarga, keterlibatan keluarga dan kinerja perusahaan dapat diperoleh dengan memperluas penelitian dengan beberapa cara lain. Pertama, seperti dibahas di atas, investor institusional mungkin memiliki pengaruh pada pengawasan manajerial perusahaan dan dapat mengurangi pengambilalihan oleh anggota keluarga. Penelitian selanjutnya dapat menyelidiki efek moderasi dari investor institusional pada hubungan antara kepemilikan keluarga dan kinerja perusahaan. Saran lain untuk penelitian berikutnya dapat mempertimbangkan pengukuran kategori dalam mendefinisikan perusahaan keluarga dengan referensi yang lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah A. Al-Dubai, S., Nor Izah Ku Ismail, K., & Afza Amran, N. 2014. Family involvement in ownership, management, and firm performance: Moderating and direct-effect models. *Asian Social Science*, 10(14), 193–205. <https://doi.org/10.5539/ass.v10n14p193>

- Al-Dubai, S., Ku Ismail, K. N. I., & Amran, N. A. 2014. Family involvement in ownership, management, and firm performance: Moderating and direct-effect models. *Asian Social Science*, 10(14).
- Amit, R., & Villalonga, B. 2014. Financial performance of family firms. *The Sage Handbook of Family Business*, 157–178.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. 2000. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81–106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrniotis, K. X. 2002. The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 15(1), 45–58.
- Astrachan, J. H., & Shanker, M. C. 2003. Family businesses' contribution to the US economy: A closer look. *Family Business Review*, 16(3), 211–219.
- Barontini, R., & Caprio, L. 2006. The effect of ownership structure and family control on firm value and performance. In *Evidence from Continental Europe, European Financial Management*. Citeseer.
- Bocatto, E., Gispert, C., & Rialp, J. 2010. Family-owned business succession: the influence of pre-performance in the nomination of family and nonfamily members: evidence from Spanish firms. *Journal of Small Business Management*, 48(4), 497–523.
- Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. 1997. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693–728.
- Carney, M. 1998. A management capacity constraint? Obstacles to the development of the overseas Chinese family business. *Asia Pacific Journal of Management*, 15(2), 137–162.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. 2003. Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers. *Family Business Review*, 16(2), 89–107.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.
- Daily, C. M., & Dollinger, M. J. 1991. Family firms are different. *Review of Business*, 13(1–2), 3–6.
- Daily, C. M., & Dollinger, M. J. 1993. Alternative methodologies for identifying family-versus nonfamily-managed businesses. *Journal of Small Business Management*, 31(2), 79.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47. <https://doi.org/10.5465/AMR.1997.9707180258>
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. 2000. Controlling stockholders and the disciplinary

role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56(2), 153–207.

Demsetz, H. 1988. A Framework for the Study of Ownership.

Demsetz, H., & Lehn, K. 2009. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Readings in Applied Microeconomics: The Power of the Market*, 93(6), 383–401. <https://doi.org/10.4324/9780203878460>

Dharmadasa, P. 2014. Family ownership and firm performance: Further evidence from Sri Lanka and Japan. *International Journal of Asian Business and Information Management (IJABIM)*, 5(4), 34–47.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983a. Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983b. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.

Filatotchev, I., Lien, Y.-C., & Piesse, J. 2005. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22(3), 257–283.

Giovannini, R. 2010. Corporate governance, family ownership and performance. *Journal of Management & Governance*, 14(2), 145–166.

Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46(2), 226–237.

Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. 2001. The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81–95.

Hoopes, D. G., & Miller, D. 2006. Ownership preferences, competitive heterogeneity, and family-controlled businesses. *Family Business Review*, 19(2), 89–101.

Isakov, D., & Weisskopf, J.-P. 2009. Family ownership, multiple blockholders and firm performance. In *Paris December 2009 Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI*.

Javid, A. Y. 2012. Impact of Family Ownership Concentration on the Firm's Performance (Evidence from Pakistani Capital Market). *Journal of Asian Business Strategy*, 2(3), 63.

Jayaraman, N., Khorana, A., Nelling, E., & Covin, J. 2000. CEO founder status and firm financial performance. *Strategic Management Journal*, 21(12), 1215–1224.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jiang, Y., & Peng, M. W. 2011. Are family ownership and control in large firms good, bad, or irrelevant? *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1), 15–39.

Kowalewski, O., Talavera, O., & Stetsyuk, I. 2010. Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland.

- Family Business Review*, 23(1), 45–59.
<https://doi.org/10.1177/0894486509355803>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Lee, J. 2006. Family firm performance: Further evidence. *Family Business Review*, 19(2), 103–114.
- Martin, M. F. 2010. *China's sovereign wealth fund: Developments and policy implications*. DIANE Publishing.
- Maury, B., & Pajuste, A. 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1813–1834.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- Mazzi, C. 2011. Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.07.001>
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. 2007. Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829–858.
- Mizruchi, M. S. 2004. Berle and Means revisited: The governance and power of large U.S. corporations. *Theory and Society*, 33(5), 579–617.
<https://doi.org/10.1023/B:RYSO.0000045757.93910.ed>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Morck, R., & Yeung, B. 2003. Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367–382.
- Mustakallio, M. a. 2002. *Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business Doctoral Dissertations 2002 / 2 Espoo 2002. Business*.
- O'Boyle Jr, E. H., Pollack, J. M., & Rutherford, M. W. 2012. Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 1–18.
- Oktafiyani, M., & Machmuddah, Z. 2018. Perusahaan Keluarga di Indonesia: Managerial Rent Extraction And Firm Performance. *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Bisnis*, 3(1), 48–60.
- Rutherford, M. W., Kuratko, D. F., & Holt, D. T. 2008. Examining the link between “familiness” and performance: Can the F-PEC untangle the family business theory jungle? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1089–1109.
- Salvato, C., & Moores, K. 2010. Research on accounting in family firms: Past accomplishments and future challenges. *Family Business Review*, 23(3), 193–215. <https://doi.org/10.1177/0894486510375069>
- Sciascia, S., & Mazzola, P. 2008. Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*, 21(4), 331–345. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2008.00133.x>

- Seifert, B., Gonenc, H., & Wright, J. 2005. The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions. *Journal of Multinational Financial Management*, 15(2), 171–191.
- Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M. 2008. Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195–217.
- Setiawan, D. 2012. Corporate Governance Practice in Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 7(2).
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Vijayakumar, A., & Tamizhselvan, P. 2010. Corporate size and profitability: An empirical analysis. *Journal for Bloomers of Research*, 3(1), 44–53.
- Villalonga, B., & Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Westhead, P., & Howorth, C. 2006. Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives. *Family Business Review*, 19(4), 301–316.
- Yang, C.-H., & Chen, K.-H. 2009. Are small firms less efficient? *Small Business Economics*, 32(4), 375–395.
- Zahra, S. A., & Sharma, P. 2004. Family business research: A strategic reflection. *Family Business Review*, 17(4), 331–346.